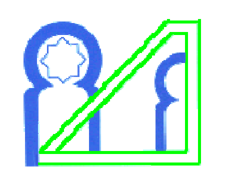




Faculté des Sciences Juridiques
Economiques et Sociales
Rabat- Agdal

Département Sciences et Techniques
de Gestion.

Université Mohammed V
Rabat – Agdal

Recherche en Master Sciences de Gestion
Option : Finance

Sous le Thème :

Le Régime de change au Maroc & le Passage vers un système de change plus flexible

Travail préparé par :

- ***ABBASSAT Mourad***

Avril 2011

SOMMAIRE:

TABLE DES ILLUSTRATIONS :

Liste des figures :

Liste des tableaux :

Liste des graphiques :

Liste des abréviations :

BAM :	Bank Al-Maghrib
BRI :	Banque des Règlements Internationaux
CCPEX :	Compte Convertible de Promotion des Exportations
COFACE :	Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur
DEM :	Deutschmark Allemand
DTS :	Droits de Tirages Spéciaux
DZD :	Dinar Algérien
EUR	Européen Union Euro
EGP :	Livre Egyptien
FB :	Franc Belge
FBF :	Fédération Bancaire Française.
FRF :	Franc Français
FH :	Florin Hollandais
FMI :	Fond Monétaire International
FOB :	Free On Board soit en français Sans Frais A Bord
FOREX :	Foreign Exchange
FS :	Franc Suisse
GATT :	General Agreement On Tariffs And Trade
GBP :	Livre Stering
GFI :	Global Financial Integrity
IDE :	Investissement Direct Etranger
ISDA :	International Swap Dérivatives Association
ITL :	Lire Italienne
MAD :	Dirham Marocain
MENA :	Moyen Orient Nord Afrique
MRE :	Marocains Résidents à l'Etranger
NDFs :	Non Deliverable Forwards
OC	Office des Changes.
OMC :	Organisation Mondiale de Commerce
OTC :	Over-The-Counter ou de gré a gré
PAS :	Programme d'Ajustement Structurel
PGI :	Programme Général des Importations
PME :	Petites et Moyennes Entreprises.
PTAS :	Pesetas Espagnole
SWIFT :	Society For Worldwide Interbank Financial Telecommunication
TCEN :	Taux de Change Effectif Nominal
TCER :	Taux de Change Effectif Réel
TND :	Dinar Tunisien
TRY :	Livre Turque
UMA :	Union du Maghreb Arabe.
USD :	Dollar Américain
ZMO :	Zone Monétaire Optimale

Introduction Générale:

A partir des années soixante-dix le système monétaire et financier international a connu une évolution radicale, avec l'effondrement du système de parités fixe de Bretton Woods et le flottement généralisé des monnaies les grandes économies ont opté pour un régime de change flexible. Conjugués au processus de globalisation financière, à travers la libéralisation des marchés financiers, l'intégration internationale et l'émergence des Eurodevises entraînants le décloisonnement des marchés financiers et la mondialisation des capitaux. Et sous l'effet du développement des technologies, des moyens de communication et de transport, de nouveaux risques qui étaient insignifiants voir inexistants auparavant font leurs apparitions : tel que le risque de change.

Résultat de fluctuations erratiques des cours des monnaies suite à la loi du marché (loi de l'offre et la demande), la volatilité du taux de change devient ainsi la première préoccupation des intervenants sur le marché de change international. Ces derniers se trouvent confrontés à un risque qui nécessite une gestion toute particulière. Depuis lors la gestion du risque de change constitue un avantage concurrentiel essentiel à saisir et le taux de change devient un moyen d'ajustement monétaire et un facteur de compétitivité économique.

Quoique la plupart des pays en développement aient choisi d'ancrer leur monnaie à l'une des principales devises ; l'expérience marocaine est éloquente à ce titre. Les autorités marocaines ont décidé de conserver le principe d'un ancrage du dirham à un panier de devises. Cet ancrage à des devises réputées plus fortes, offre l'avantage d'apporter une certaine crédibilité à la lutte contre l'inflation et permet d'éviter les risques du fardeau de la dette extérieure. Cette politique offre aussi l'avantage de limiter la volatilité des taux de change avec ses effets perturbateurs sur les flux commerciaux et d'investissements directs.

Ainsi depuis que le Maroc a adhéré à l'article VIII du FMI en 1993 qui autorise la libre convertibilité du dirham pour les opérations courantes, les mouvements de flux en devises liés aux opérations de commerce extérieur (importation, exportation etc..) ont connu une expansion remarquable. Mais avec l'instauration du marché des changes en 1996, le Maroc a réalisé une avancée colossal en matière de change notamment par l'abolition du monopole de Bank-AL Maghreb dans la gestion des avoirs en devises , désormais le marché des changes est libre d'accès a tous les opérateurs économiques sans accord préalable de l'office des

change, dans la mesure où la libre convertibilité pour les opérations courantes et une bonne partie des opérations en capital ont été déléguées aux intermédiaires agréés et le contrôle de change ne s'effectue qu'à posteriori, Ainsi avec cette reforme des changes, appuyée par un processus ininterrompu de libéralisation économique et financière, les opérateurs économiques marocains sont dotés de moyens financiers et logistiques leurs permettant de s'aligner avec leurs concurrents internationaux et d'améliorer leurs compétitivité.

Compte tenu de ce nouveau contexte, Le Maroc devra-il à garder son régime de parité de change fixe ou passer à un système de change plus flexible?

Un certain nombre d'interrogations en découle :

- A la lumière de la réforme de la libéralisation financière et économique, quelles sont les opportunités et les risques d'un régime de change plus flexible sur l'économie marocaine?

- Ainsi, après plusieurs décennies sur l'adoption de parité de change fixe, quelles sont les perspectives de passage à un régime de change plus flexible ?

Afin de répondre à ces questions, on va adopter une méthodologie descriptive et analytique qui s'articulera autour de trois chapitres :

- Le premier chapitre sera consacré à une présentation brève de l'environnement financier international, à l'évolution de la politique de change au Maroc, conformément à la réglementation de change en vigueur, avant de discuter de la possibilité de passage à une convertibilité totale (ses avantages, ses risques et ses conditions de réussite).
- Le deuxième chapitre sera consacré spécifiquement à l'évaluation du marché de change marocain en terme de volume via une approche comparative avec les pays similaires, et d'étudier les perspectives de passage à un régime de change plus flexible.

CHAPITRE 1 : CONTEXTE INTERNATIONAL ET POLITIQUE DE CHANGE AU MAROC:

Avant d'aborder les aspects techniques de la gestion du risque de change, il importe de connaître l'environnement international et national dans lequel sont prises les décisions des trésoriers d'entreprises. Nous aborderons donc le système monétaire international et le régime de change national.

SECTION 1. LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL:

Le système monétaire international est le cadre institutionnel des échanges mondiaux, il peut être défini comme « l'ensemble des mécanismes et des procédures permettant d'ajuster l'offre et la demande de devises pour aboutir à la formation d'un prix : le cours de change »[1]. Il définit les règles qui doivent régir les moyens de paiement sur le plan international (ce qu'on appelle les liquidités internationales) et les mécanismes devant régir l'évolution des taux de change sur le plan international.

§1. Aperçu historique :

Pour bien comprendre la situation actuelle du système monétaire international, il importe de la situer globalement dans son évolution historique. Des phases importantes on été franchises, illustrées par des périodes ou les parités étaient fixes et celles ou les références uniformes ont cédé la place aux fluctuations des cours des changes.

On distingue généralement quatre périodes :

- Dès 1850 jusqu'en 1914, le système monétaire dit "de l'étalon or" s'est mis en place. Il reposait sur la convertibilité-or de chaque monnaie et correspondait à un ensemble de parités fixes.
- A la suite de la conférence de Gênes en 1922, un système alternatif dit "de l'étalon de change or" a été progressivement mis en place. Il permettait aux banques centrales de garantir la convertibilité de leur monnaie grâce à la détention d'or ou de monnaies de réserve

[1] Jacqueline Ducret, Gestion du risque de change, e-Thèque 2010.

convertibles en or (la livre sterling, notamment). Cependant, ce système a échoué dans sa tentative de rétablir des cours de change fixes.[1]

- Dès 1944, la conférence de Bretton Woods a mis en place de nouvelles règles de fonctionnement basées sur une plus grande coopération internationale, avec notamment la création du Fonds Monétaire International (FMI). Le principe de l'étalon de change or était conservé, mais assoupli puisque les parités de chaque devise relativement au dollar américain pouvaient varier de plus ou moins 1%. Divers palliatifs furent mis en œuvre sans succès et le 15 août 1971, la convertibilité-or du dollar a été suspendue.
- Après une période de transition, le système de change flottant fut définitivement adopté dès 1973 et entériné par les accords de Kingston en 1976. Il faut noter, toutefois, que certains pays ont choisis de lier leur monnaie à d'autres (dollar américain, franc français puis euro…) ou de mettre en place un mécanisme de coopération monétaire limitant les variations (Système Monétaire Européen avant la mise en place de l'euro).

Chaque système de change présente des avantages et des inconvénients. Ainsi, si le système de parités fixes facilite les échanges commerciaux, il autorise aussi une spéculation pratiquement sans risque.

Inversement, le système de changes flottants induit un risque supplémentaire dans les échanges commerciaux. Corrélativement, il augmente le risque des opérations de spéculation ce qui devrait contribuer, en théorie, à les freiner.

§2. Le système monétaire actuel :

Avec la crise du système monétaire international de breton-Woods, le monde est entré dans une phase de turbulence. La primauté du dollar survit à cet éclatement, malgré les tentatives des européens de se doter d'une zone de stabilité monétaire depuis le début des années 70.

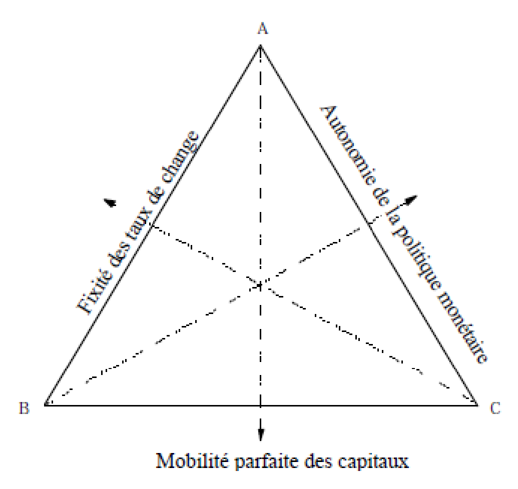
Les accords de la Jamaïque (Kingston 1976), consacrent le flottement généralisé des monnaies. Les monnaies ne sont plus définies par rapport à l'or. Un nouvel étalon monétaire est généralisé, les droits de tirages spéciaux (DTS) mis en place entre 1969 et 1974. Les DTS sont gérés par le FMI et dont la valeur repose sur un panier de devises clefs. Mais le système

[1] Arvisenet Philippe, **Finance internationale**, Edition Dunod-2004. p 26.

n'est pas stable. On a vu apparaître des monnaies qui s'apprécient alors que d'autres ont vu leur cours se déprécier[1].

Le système de change flottant a limité l'autonomie des politiques économiques conjoncturelles. Dans la plupart des pays industrialisés, les pouvoirs publics se trouvent dans une situation ou il devient de plus en plus problématique d'accepter la libre circulation des capitaux en même temps que la stabilité des cours de change et le pilotage économique de manière autonome. Ce phénomène est représenté par un triangle que les économistes qualifient de **« triangle des incompatibilités** ». Il s'agit d'une représentation graphique du fait qu'on ne peut avoir à la fois la fixité des taux de change, la liberté des mouvements de capitaux et l'autonomie de la politique monétaire. Les gouvernements doivent choisir deux de ces trois propositions ; on dit aussi « triangle d'Aglietta » de « Tinbergen » ou de « Mundell » du nom des auteurs ayant développé cette question.[2]

Figure 1 : Le triangle des incompatibilités **:**



Source : *Amina Lahrèche-Revil*, **Les régimes de change.** Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999. P 6.

D'ailleurs, la classification officielle du FMI présente trois types de régimes de change.

Les différentes combinaisons proposées par la trinité impossible sont présentées ci-après :

- 1ère Combinaison (A) : régime de change fixe, contrôle des capitaux et indépendance de la politique monétaire avec des réserves de change suffisantes.
- 2ème Combinaison (B), l'union monétaire: régime de change fixe, libéralisation des capitaux et dépendance de la politique monétaire.

---

[1] Yves SIMON, « Techniques Financière internationale », 5ème édition Dalloz-1993. p 121.

[2] Jean-Marie Le Page, « Crises financières internationales & risque systémique », édition Do boeck université ,2003. p 95

- 3ème Combinaison, (C) choix libéral : régime de change flottant, libéralisation des capitaux et indépendance de la politique monétaire

SECTION 2. EVOLUTION DES SYSTEMES DE CHANGE AU MAROC :

Depuis le début des années 80, le Maroc a entrepris une série de reformes afin de moderniser et de libéraliser son économie et d'assimiler progressivement les exigences du nouvel environnement économique international, en mettant en place une politique de libéralisation économique et financière progressive et continue dont le but est de dynamiser l'économie et de remédier aux déséquilibres externes. Ces réformes qui ont démarré à partir du PAS en 1983 et ont été accéléré par la suite vont aboutir enfin du compte à une convertibilité partielle du dirham en 1993, et à la création du marché de change en1996.

§1. L'évolution de la règlementation de change au Maroc :

Au lendemain de son indépendance, le Maroc a dû recourir au contrôle des changes pour faire face à la fuite des capitaux concomitante au départ des étrangers (estimé à 300 millions de francs français entre 56 et 59).
Selon SLAMTI Ahmed [1], trois périodes caractérisent l'évolution du contrôle des changes au Maroc :

- La période de mutation de l'après indépendance marquée par la préparation du pays pour la prise en charge de sa propre destinée économique et financière, marquée par des décisions nationales, d'une part pour protéger le patrimoine du pays et assurer son développement économique.
- La période de 1967 à 1983, période de transition, marquée par l'utilisation de contrôle de change comme instrument de politique monétaire et de change. Et aussi par la réglementation du commerce extérieur et des transferts des étrangers et MRE, et marqué aussi par les chocs pétroliers déstabilisant la balance des paiements.
- La période de maturité depuis 1983 jusqu'a nos jours, où l'objet essentiel est l'ouverture de l'économie nationale, par la libéralisation progressive du commerce extérieur et des changes. A la lumière du programme d'ajustement structurel (PAS), destiné essentiellement pour corriger les déséquilibres macroéconomiques.

---

[1] SLAMTI Ahmed, Le nouveau marché des changes au Maroc et le cambisme international, Casablanca, 1997. (P 137).

a- La période de mutation (de 1956 a 1967) :

Le lendemain de l'indépendance, l'Etat marocain doit unifier son unicité territoriale et monétaire, par la création de la banque du Maroc par substitution à l'ancienne banque d'Etat et constitution du dirham comme nouvelle unité monétaire :

A 1 Dh= 100 centimes= 100 anciens francs marocains ; et fixant sa parité à 175.61 mg d'or, en plus de l'appartenance du Maroc à la zone franc jusqu'en juillet 1959 et le départ des étrangers a provoqué l'hémorragie des devises et des désinvestissements.

b- La période de transition (1967 à 1983) :

En juin 1967 avec l'événement du programme général des importations supprimant le régime préférentiel initialement accordé à la zone franc, le régime des importations a été uniformisé et les transferts de l'étranger et le rapatriement des fonds par les travailleurs marocains à l'étranger ont été favorisés. Et avec le surenchérissement du prix du phosphate et l'augmentation des rapatriements des MRE il y a eu l'augmentation des échanges avec l'extérieur et l'assouplissement des transferts sur l'étranger. Mais l'inflation au plan mondial aggravée par la hausse du prix du pétrole et les chocs pétroliers ont entraîné le déséquilibre généralisé de la balance du paiement. Ainsi, les réserves de change marocaines ne cessèrent de s'effriter jusqu'à atteindre un seuil critique en février/mars 1982, les autorités monétaires ont du réajuster à la baisse. Le cours du dirham par rapport aux principales devises cotées afin de donner une impulsion nouvelle aux exportations tout en freinant les importations.

c- La période de réajustement (de 1983 à 1993) :

Caractérisée par le Programme d'ajustement structurel (le PAS), ayant pour finalité de rechercher les équilibres macroéconomiques : balance des paiements, déficit budgétaire, inflation et dette extérieure.

d- La période de maturité (depuis 1993 à nos jours) :

Cette période correspond à la libéralisation du commerce extérieur et des changes :

-Abolition du PGI[1]; les produits libres à l'importation étant la règle générale ;

-Adhésion du Maroc à l'OMC (l'ex-GATT) ;

[1] Programme Général des Importations mis en place en juin 1967.

-Adoption de l'article 8 des statuts du FMI instaurant le régime de convertibilité du dirham pour les opérations courantes.

- Ouverture du marché des changes et abolition du monopole de BAM dans la cotation du dirham et la gestion des avoirs en devises même de façon partielle, depuis juin 1996.

§2. La politique de change au Maroc: de la stabilité à la dévaluation à répétitions :

Selon des chercheurs[1] de la Faculté de Droit de Marrakech, Avant les années 1980 deux systèmes de change différents ont marqué l'évolution du régime de change au Maroc. Le premier est basé sur deux méthodes de cotation : référence à une monnaie d'intervention qui est le franc français puis à un panier de devises. Le second est basé quant à lui sur des dévaluations à répétition :

a. Du Franc français en tant que monnaie de référence à un panier de devises:

Au début de son régime de change, Bank Al-Maghrib définit une méthode de cotation où : d'abord, le dirham est rattaché à une monnaie-clé (le FF) (période d'avant mai 1973) ; ensuite, le dirham est rattaché à un panier de devises reflétant le mieux la structure des échanges extérieurs du Maroc (période d'après mai 1973). Ce changement était nécessaire et urgent. En effet, il s'agissait de stabiliser les variations correspondantes du dirham, donc de le soustraire aux vagues perturbations que subissait le FF auquel il était rattaché. En effet, le dirham est rattaché à chacune des monnaies prises dans le panier sur la base d'un coefficient de pondération qui lui correspond :

Tableau 1 : Les pondérations de rattachement du DH dans les paniers de 1973 et 1980.

Monnaies	FRF	USD	PTAS	ITL	GBP	DEM	FS	FB	FH
1973	38%	15%	15%	8%	8%	7%	4%	3%	2%
1980	25%	32%	15%	5%	8%	7%	2%	4%	2%

Source : Bank Al-Maghrib.

« Lorsque intervient le flottement des monnaies en 1973, le Maroc a rompu la parité fixe du dirham avec les monnaies étrangères y compris le FF, depuis lors la banque centrale procède quotidiennement à la cotation des monnaies étrangères (illustrée par le taux de change nominal) qui a permis de maintenir une stabilité relative du dirham. Cependant, cette relative

[1] Abdelhamid El BOUHADI, Abdelkader ELKHIDER, El Mustapha KCHIRID et Idriss EL ABBASSI « Les déterminants du taux de change au Maroc : une étude empirique entre 1975 : I et 2006 : III ». *Faculté de Droit de Marrakech, Université Cadi Ayyad, Marrakech* - 2006.

stabilité a été vite empêchée par la surévaluation du taux de change effectif réel du dirham face, en premier lieu, à des monnaies fortes, surtout à partir de 1974. En effet, la surévaluation du taux de change pendant la période des années 1970 a affecté négativement la compétitivité de l'économie marocaine. La phase 1975-1977 est considérée comme une phase d'apparition et d'accélération de déficit des paiements courants. Il en découle que l'objectif du système de cotation n'a pas été compatible avec l'objectif souhaité de promouvoir les exportations. C'est la raison pour laquelle le Maroc a adopté au cours des années 1980 une nouvelle politique de change. »[1]

b. Un Système à dévaluation répétitive :

Dans un cadre global visant à résorber les déséquilibres à court terme et à restructurer l'économie marocaine dans son ensemble à moyen et long terme le Maroc a procédé à plusieurs dévaluations de son taux de change au cours des années 1980 et début des années 1990. On peut citer les années 1983 et 1990, où le dirham a été dévalué consécutivement de 16,5% et de 9,3 %. On en déduit alors que la flexibilité du taux de change vise à améliorer la compétitivité du secteur ouvert sur l'étranger (dans le cadre de la politique de promotion des exportations) comme elle s'assigne pour objectif d'atteindre une structure viable de la balance des paiements. Ceci dit, une libéralisation des changes est nécessaire pour améliorer la situation concurrentielle du Maroc.

En effet, cette politique de dévaluation à répétitions n'a pas eu vraiment les effets positifs attendus. Le résultat escompté n'était pas à la hauteur du moyen utilisé. En effet, la hausse des prix à l'importation des matières premières (de 1979 jusqu'au moins 1986) entrant dans la consommation intermédiaire des produits exportés a pénalisé les exportateurs marocains. En d'autres termes, l'exportateur ne peut récupérer la baisse du taux de change due à la dévaluation sur le prix des exportations en situation d'inflation accélérée. Ceci a pour conséquence une diminution de gain de compétitivité. Il n'y a donc pas de correspondance entre taux théorique de dévaluation et le gain de compétitivité attendu.

§3. Le système actuel de change au Maroc :

Le Maroc persiste à pratiquer le régime conventionnel d'ancrage du taux de change nominal multilatéral par rapport à un panier monétaire. Les classifications du FMI (2006) mettent en

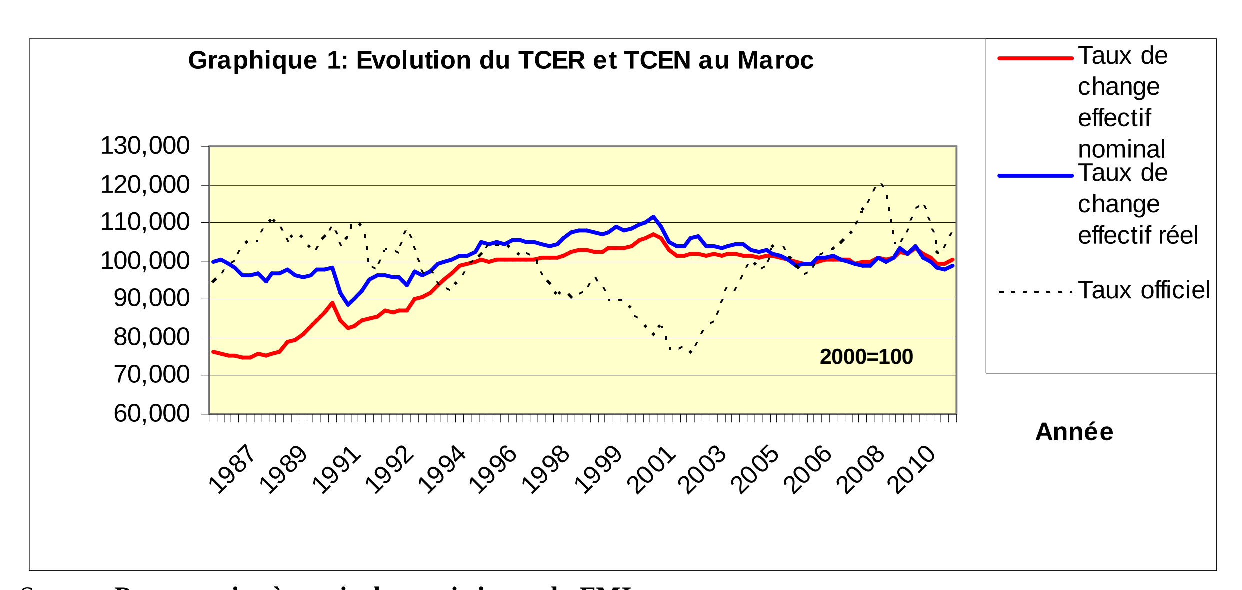
[1] Abdelhamid El BOUHADI, Abdelkader ELKHIDER, El Mustapha KCHIRID et Idriss EL ABBASSI « Les déterminants du taux de change au Maroc : une étude empirique entre 1975 : I et 2006 : III ». *Faculté de Droit de Marrakech, Université Cadi Ayyad, Marrakech* - 2006.

exergue le ciblage intermédiaire du taux de change nominal par rapport à un panier de devises. En 2001, les autorités monétaires ont modifié la composition du panier en limitant ses composantes à l'Euro et à l'USD, les poids attribués sont respectivement de 75% et 25%.

« Cependant, cet ancrage ne semble pas ferme dans la mesure où il est contenu au sein d'une bande. L'existence de cette bande implicite est également soulignée par les économistes du FMI (2007) qui affirment que dans une perspective de passage au régime de ciblage de l'inflation, les autorités monétaires marocaines pratiquent d'ores et déjà une politique monétaire *de facto* de ciblage de l'inflation.» [1]

- **L'Evolution du taux de change au Maroc :**

L'analyse de la compétitivité-prix d'un pays s'appuie traditionnellement sur la mesure de son taux de change effectif réel. « Ce dernier peut être définit comme le taux de change effectif nominal [2] d'une monnaie ajusté par un indicateur de prix ou de coûts des principaux partenaires commerciaux »[3]. Il permet d'établir dans quelle mesure les variations des taux de change, des prix ou des coûts, dans différents pays étrangers influencent la position compétitive du pays concerné. Une appréciation du taux de change effectif réel (TCER) est associée à une perte de compétitivité et sa dépréciation traduirait un gain.



Source : **Par nos soins à partir des statistiques du FMI**.

---

[1] BEN SLIMAN Lilia : « Chocs de change, dynamique des prix et conduite de la politique monétaire dans le cadre de l'Accord d'Agadir ». Thèse de Doctorat. Université paris I, Panthéon – Sorbonne, juin 2008. P37

[2] Le taux de change effectif nominal, qui est une moyenne géométrique pondérée des taux de change bilatéraux vis-à-vis de ces pays, permet d'apprécier l'évolution de cette monnaie par rapport à l'ensemble de ces pays.

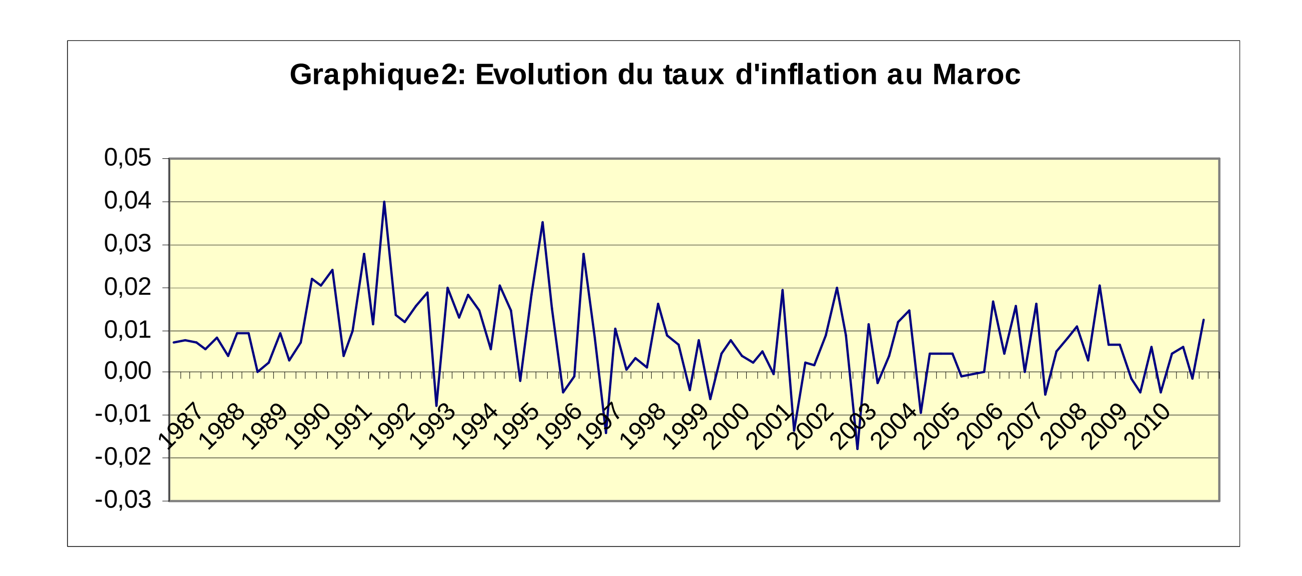
[3] Le Calcul du taux de change effectif nominal et réel du dirham, la Direction de la Politique Economique Générale, les publications du Ministère de l'économie et des finances - 2003.

Le Maroc a réussi à maintenir stable son taux de change effectif nominal à partir de 1996, avec certains ajustements ponctuels (dévaluation de 5% en 2001), cela est dû d'une part à la politique de rattachement du taux de change à un panier devises qui continue à être une politique monétaire appropriée pour l'économie marocaine, et d'autre part grâce à la politique de ciblage d'inflation entrepris depuis lors :

- Ainsi en privilégiant le contrôle strict des mouvements des capitaux et une politique d'ancrage du taux de change, le Maroc a choisi une combinaison permettant d'éviter une contrainte extérieure pesante sur sa gestion macroéconomique. Au Maroc, en accord avec la politique monétaire officielle d'ancrage du taux de change par rapport à un panier monétaire, cependant, à terme, les autorités monétaires envisagent la transition vers un régime de change plus flexible et une politique de ciblage de l'inflation.

- Alors que la politique de ciblage d'inflation ne consiste pas seulement à annoncer une cible d'inflation (sous forme d'une fourchette ou d'une valeur ponctuelle) mais se caractérise par la fixation d'objectifs quantitatifs pour le taux d'inflation et par la prééminence d'une inflation faible et stable sur tout autre objectif final.

Ainsi l'institut d'émission fonde sa politique de taux de change sur le maintien du pouvoir d'achat de la monnaie nationale et la stabilité de sa valeur externe, en comptabilité avec les orientations économiques, consistant en la préservation des équilibres fondamentaux et la recherche de la compétitivité internationale.



Source : Graphique élaboré à partir des statistiques du FMI.

Il est claire sur notre graphique que le Maroc a commencé a maîtriser son taux d'inflation à partir de l'année 1996 à l'intérieur d'une bande horizontale qui ne dépasse pas une marge de +ou-2%, ainsi cette maîtrise du taux d'inflation par rapport à nos partenaires économiques (principalement Européens) a coïncidé avec la forte dépréciation de l'euro face au dollar, ce qui a entraîner d'une part une appréciation du dirham par rapport à la monnaie unique et de l'autre une dépréciation, moins forte, à l'égard de la monnaie américaine.

« Au niveau des prix, la maîtrise du taux d'inflation au Maroc a permis de réaliser un écart inflationniste à l'avantage de notre pays de 1,9% par rapport à la zone euro et aux Etats-Unis contre 2,6% à l'égard du groupe des pays émergents. Cette bonne performance vis-à-vis des pays émergents concurrents a permis au dirham de se déprécier en terme réel de 1,7% par rapport à ces pays malgré une légère appréciation nominale du dirham de 0,8% »[1].

Cependant la performance de notre économie au niveau de la maîtrise de l'inflation n'a compensé que partiellement l'appréciation nominale du dirham vis-à-vis des monnaies de ces pays suite aux différentes dévaluations qui sont intervenues dans ces pays au cours des crises financières en Asie et au Brésil.

SECTION 3 : CONVERTIBILITE DU DIRHAM, ENJEUX ET CONTRAINTES:

Après avoir définis le concept de la convertibilité d'une monnaie, il serait judicieux de délimiter le champ d'application de cette convertibilité pour une monnaie comme le dirham, de s'interroger en suite sur ses avantages, ses risques et ses conditions de réussite.

§1. Le concept de convertibilité :

La convertibilité en économie est la possibilité d'échanger une monnaie nationale contre une monnaie étrangère, contre des devises étrangères ou contre de l'or. La convertibilité d'une monnaie est donc cette possibilité d'échanger et d'obtenir la contre-valeur d'une monnaie en pièces, en billets ou en or à tout moment.

Généralement évoquée sous le terme de «convertibilité en devises», la convertibilité d'une monnaie dépend de la nature de l'opération ou de l'opérateur qui est concerné. L'on distingue

[1] D'après la Direction de la Politique Economique Générale, « Le Calcul du taux de change effectif nominal et réel du dirham », les publications du Ministère de l'économie et des finances - 2003. P14

de ce fait d'une part, la convertibilité de la monnaie suivant les opérations réalisées et d'autre part, la convertibilité de la monnaie suivant les opérateurs concernés.

a. Convertibilité selon les opérations réalisées :

« Cette convertibilité se compose de la «*convertibilité limitée*» et de la «*convertibilité générale*»:

- La «*convertibilité limitée*» est la « conversion des monnaies entre elles, assurée pour toutes les opérations et transactions courantes ; ce qui n'est pas le cas pour les opérations ou les transactions en capital.

- La «*convertibilité générale*» quant à elle permet à tout agent économique, d'échanger une monnaie nationale contre une devise étrangère, et ce pour toutes les opérations sans exceptions. Il peut s'agir des opérations relatives au commerce international (importations, exportations, paiement à l'étranger ...) y compris toutes les opérations en capital »[1].

b. Convertibilité selon les opérateurs concernés :

« Elle est composée de la «*convertibilité interne*» et la «*convertibilité externe*» :

- La «*convertibilité interne*» ou «*convertibilité générale*» donne la possibilité à tout citoyen, résident ou non-résident de convertir librement la monnaie nationale en devises étrangères.

- La «*convertibilité externe*» ou «*limitée*» ne donne la possibilité qu'aux non-résidents de convertir la monnaie nationale. Ce qui veut dire que les résidents n'ont pas cette possibilité de conversion de la monnaie nationale en devises étrangères. Elle permet d'assurer une «multilatéralisation» des paiements, processus nécessaire au développement des échanges internationaux et par voix de conséquence à la croissance de tout pays »[2].

Il faut également souligner le fait que la «*convertibilité totale*» de la monnaie requiert trois conditions préalables :

- Un système monétaire stable ;
- Une forte puissance nationale ;

[1] Benjelloun Ouafae, « La convertibilité monétaire : Cas du Dirham » ; édition Najah el jadida 1993. P36
[2] Benjelloun Ouafae, 1993, Idem. P39.

- Une convertibilité des opérations en capital.

***§2. Le champ de convertibilité du dirham marocain*:**

Le processus de libéralisation progressive de la réglementation des changes adopté par le Maroc depuis septembre 1993, a conduit à la convertibilité du dirham pour les opérations courantes avec l'étranger, conformément à l'article 8 des statuts du FMI. Et l'instauration depuis juin 1996 du marché de change et la gestion des devises, d'autres mesures seront adoptées de façon graduelle pour accompagner la croissance du secteur productif sans compromettre les équilibres fondamentaux notamment la libre convertibilité pour les opérations courantes et une bonne partie des opérations en capital désormais cédées aux banques et l'office de change n'effectue qu'un contrôle à posteriori. Mais, pour quand la libéralisation totale et la libre convertibilité du dirham?

En faite, le dirham demeure non exportable, les billets de banque en dirhams restent interdits à l'exportation et les avoirs scripturaux en dirham convertible ne peuvent être détenu que par les non résidents, fut donc éliminée la possibilité d'ouverture totale, compte tenu du risque de fragilisation de l'économie pouvant résulter de l'éventualité d'une érosion monétaire et des réserves de change. Alors Bank Al Maghrib a préféré opter pour la continuité de contrôle de la cotation des principales devises et de coefficient de pondération ; tout en laissant aux banques une certaine marge de manœuvre.

1. **Convertibilité pour les opérations courantes :**

Le processus de libéralisation progressive de la réglementation des changes a conduit à la convertibilité du dirham pour les opérations courantes avec l'étranger, en conformité avec les dispositions de l'article 8 des statuts du FMI. Cette convertibilité externe ou partielle exclut les opérations de capital sans contrepartie.

La loi sur le commerce extérieur [1] comble un vide juridique, puis qu'elle est consacrée à la liberté d'importation et d'exportation des biens et services :

a. Libéralisation des exportations :

[1] Loi n° 13/89 du 9 novembre 1992.

Pour les exportations il y a eu la création des comptes en devises et compte convertible de promotion des exportations (CCPEX) plus la mobilisation des créances en devises à l'étranger par le biais des banques soit pour anticiper les rapatriements soit pour financer les importations des intrants[1].

b. Libéralisation des importations :

Pour les importations, le règlement est libre par les banques sur la base de justificatifs. Le règlement peut être effectué sur la base de présentation à la banque d'un titre d'importation domicilié auprès de la destination du Maroc. La banque domiciliataire procède à l'épurement du dossier et à l'établissement de la formule de cession des devises à la clientèle.

c. Libéralisation des financements extérieurs :

Autre mesure très importante, les banques ainsi que les opérateurs économiques (importateurs, exportateurs, investisseurs) sont autorisés à obtenir des prêts extérieurs en devises tels que :

- Des crédits acheteurs ou fournisseurs ;
- Des lignes de crédits extérieurs pour préfinancer ou post-financer des exportations ;
- Des prêts pour financer des investissements ;
- Des avances en comptes courants d'associés.

2. Convertibilité pour les opérations en capital :

Le Maroc a instaurée la libre convertibilité pour les transferts courants notamment le transport international, les opérations d'assurance et de réassurance, les voyages, les transferts en faveur des étudiants marocains à étranger, le revenu d'investissement étranger, l'économie sur revenus et pensions de retraite en plus des opérations courantes divers, mais des comptes rendus doivent être adressés à l'Office des Changes par les banques.

Mais cette convertibilité reste partielle de sorte qu'elle exclut les opérations de capital sans contrepartie, toute en retenant comme principes fondamentaux :

-Le libre accès à l'achat des devises par Bank Al-Maghrib pour le règlement des opérations courantes,

-Absence de pratiques de discrimination monétaire en n'utilisant pas de cours de change multiple et les accords de paiement avec des pays tiers.

[1] Guide de l'exportateur en matière de réglementation des changes, l'office de changes 2005

-Assurer la convertibilité des avoirs de sa propre monnaie détenus par un état membre du FMI, si celui-ci sollicite le rachat.

Ceci étant, les avoirs scripturaux en dirhams convertible ne peuvent être détenus que par les non-résidents étrangers et RME en contrepartie de l'alimentation en devises.

Mais des efforts considérables ont été accomplis pour la libéralisation d'une bonne partie des opérations de capital notamment, celles liées aux IDE :

- **Mesures de libéralisation du compte capital liées à l'IDE pour les non résidents:** [1]
  - Libre transfert du capital pour la réalisation des opérations d'investissement (création de société, participation à l'augmentation du capital de sociétés déjà existantes, achat de valeurs mobilières cotées, acquisition de biens immobiliers…)
  - Transfert des revenus générés par ces investissements (bénéfices, dividendes, loyers…) sans aucune limitation.
  - Retransfert du produit de liquidation des investissements effectués y compris les plus-values éventuelles.
- **Autres mesures de libéralisation:**
  - Autorisation des banques à effectuer des placements en devises à l'étranger, à acquérir des titres souverains et à octroyer des crédits en dirhams aux étrangers non résidents pour le financement de l'acquisition de biens immeubles au Maroc.
  - Mise en place d'instruments pour la couverture contre le risque de fluctuation des prix et des taux d'intérêt et du système des options de change pour la couverture contre le risque de change.
  - possibilité d'octroi d'autorisation pour une émission en dirhams par un non résident (institution financière internationale).

§3. Pour une Convertibilité totale du Dirham :

Au regard de la bonne tenue des réserves en devises (plus de 200 milliards de DH[2]) et l'effort déployé pour contenir le poids de la dette extérieure, le Maroc peut-il opter pour un régime de change flottant ?

[1] L'instruction 04 de l'office des changes.
[2] En Septembre 2010, selon la position financière globale établie par l'office des changes.

Les experts de l'Office des Changes comme les banquiers prônent la prudence pour préserver les acquis macroéconomiques encore fragiles.

«Ainsi selon Aïssa El Maniani, secrétaire général de l'Office des Changes, la libre convertibilité risque, dans l'état actuel des choses, de déstabiliser le système financier national et fragiliser les équilibres extérieurs. Pour conforter et favoriser cette acceptation, ils prévoient qu'en permettant aux résidents d'effectuer des investissements à l'étranger et de les financer à partir du Maroc, l'épargne nationale se déplacera vers les marchés financiers étrangers. De plus, l'abandon de l'obligation de rapatrier les recettes d'exportations de biens et services se traduira par un tarissement des réserves en devises, or il s'agit de l'une des principales sources de reconstitution de ces réserves, avec les transferts des fonds des MRE. De même, l'accès libre aux devises par les résidents accélèrera l'érosion des réserves de change et aura un effet néfaste sur la parité du dirham comme en Argentine qui a fini par perdre sa souveraineté monétaire »[1].

Rappelant que « les opérations courantes de la balance des paiements (les opérations d'importations, d'exportations, de transport international, d'assurance et de réassurance, d'assistance technique étrangère, des revenus de travail et de capital) sont totalement convertibles. Pour les opérations en capital, certaines ont été autorisées telles que le financement en devises des investissements étrangers, les financements extérieurs mobilisés par les entreprises marocaines, l'octroi de crédits en dirham aux non-résidents et les placements bancaires à l'étranger »[2]. D'autres restent soumises à autorisation comme les implantations bancaires à l'étranger ou les investissements à l'étranger par les entreprises exportatrices. Et d'autres encore sont strictement interdites : c'est le cas de l'ouverture de compte par des résidents auprès de banques étrangères et leur alimentation à partir du Maroc, de placements et de spéculation sur les marchés financiers étrangers, d'achat de biens immeubles à l'étranger.

Ainsi selon la «Lettre d'orientations générales pour 2007 » du Ministère des Finances et de la Privatisation, on a pu retenir le lancement d'une réflexion sur un régime de change plus flexible introduisant des mesures tendant vers la convertibilité totale du dirham.

[1] La vie Eco, Édition N° 1781 du 02/06/2004

[2] Selon l'instruction 01 de l'office des changes du 31/12/2009.

§4. Atouts et risques de la convertibilité du dirham

Selon Jamal BOUOIYOUR[1] le Maroc a connu depuis son indépendance des progrès non négligeables que beaucoup d'observateurs ne mettent pas assez en exergue. Cependant, ils ne sont pas suffisants pour parler d'un véritable décollage de l'économie marocaine qui profiterait à l'ensemble de la population.

« Par ailleurs, l'économie marocaine a toujours été considérée comme étant la plus libérale et la plus ouverte de tous les pays du Maghreb. Elle est celle dont les structures productives, commerciales et bancaires sont les plus conduites par l'initiative privée et les plus exposées aux marchés étrangers. Cette double vocation, libérale et mondiale est due particulièrement à la place dominante occupée par le Maroc dans la production et l'exportation du phosphate, au choix politique fondamental du Maroc d'entretenir des relations étroites avec le reste du monde et particulièrement avec l'Occident et à l'existence d'une forte bourgeoisie foncière, industrielle, commerciale et financière »[2].

Actuellement, le dirham est ancré à 75% à l'euro et à 25% au dollar, il subit donc les sentences des décisions européennes et américaines. Cela revient à dire, qu'il est contrebalancé au gré de la volonté d'autrui, et cela depuis plusieurs générations.

En effet, le Maroc n'a pas réellement tiré profit de ces attaches, ses équilibres macro-économiques restent encore faibles.

Peut-il alors aller vers une convertibilité intégrale de sa monnaie?

‘’Une convertibilité intégrale signifie que le dirham pourra être échangé au gré de son porteur contre n'importe quelle autre monnaie étrangère sans aucun obstacle.

Théoriquement, cette libre convertibilité pourrait se traduire par les avantages suivants :

- amélioration de la compétitivité de l'économie nationale ;

- diversification des portefeuilles des agents économiques à l'échelle internationale ;

- rendement accru de l'épargne ;

- protection contre le risque de change ;

---

[1] Jamal BOUOIYOUR, Partenariat Euro-marocain et dynamique des investissements directs étrangers. CATT, Université de Pau 2005.

[2] Institut de la Méditerranée (2000) d’après Jamal BOUOIYOUR, Partenariat Euro-marocain et dynamique des investissements directs étrangers. CATT, Université de Pau 2005.

- meilleure efficacité de l'intermédiation financière nationale ;

- intégration de l'économie nationale dans l'économie mondiale.

Mais le processus comprend des risques inhérents à la convertibilité (la volatilité du taux de change, des effets pervers sur la politique monétaire, du risque de substitution des devises à la monnaie nationale) et d'autres liés à la situation de l'économie marocaine.’’ [1]

a. Risques liés à la convertibilité intégrale du dirham :

– ***Volatilité du taux de change***

Les différentiels d'inflation et des taux d'intérêt entre une monnaie nationale et le reste du monde risquent de se traduire par une fuite de capitaux, ce qui pourrait conduire à une dépréciation de la monnaie nationale par rapport aux autres devises. Pour contourner la situation, la BAM va vendre des devises contre le dirham ce qui épuisera les réserves de change. Et en l'absence d'une balance des paiements excédentaire, on assisterait à une nouvelle vague de spéculation contre la monnaie nationale et à une importante fuite des capitaux, et donc à une autre dépréciation.

– ***Effets pervers sur la politique monétaire***

Les variations des taux de change et des taux d'intérêt sur les marchés financiers et les marchés des changes internationaux, amènent souvent les autorités monétaires à augmenter les taux d'intérêt pour prévenir la fuite des capitaux, même si cette augmentation est contraire aux impératifs du développement économique interne.

– ***Risque de substitution des devises à la monnaie nationale***

En période inflationniste, les agents économiques préfèrent substituer les devises fortes à leur monnaie nationale.

b. Risques liés à la situation concrète de l'économie

Ils proviennent notamment du déficit des comptes extérieurs :

[1] D’après Berrkia Rajaa : « Analyse fondamentale du marché des changes Marocain », Master en finance d'entreprise, HEM Rabat, 2007. p 57

- le taux de couverture des importations par les exportations, tourne depuis une dizaine d'années autour de 50%;
- la fin du rééchelonnement de la dette a soumis le pays à une lourde charge des intérêts de la dette ;
- la progression des transferts des résidents marocains à l'étranger connaît les contrecoups des difficultés des pays d'accueil ;
- Amélioration ou non du déficit des comptes extérieurs à moyen terme ;

Par ailleurs, le Maroc enregistre des taux d'inflation supérieurs à ceux de ses principaux partenaires commerciaux.

Pour que ce projet réussisse, une politique dynamique du commerce extérieure, une stabilité de la croissance économique, une maîtrise de l'inflation et un équilibre social, une gestion appropriée du dirham, une adaptation du tissu productif marocain sont nécessaires et indispensables.

CONCLUSION :

Dans un contexte international marqué par la montée en puissance des marchés de change et l'épanouissement des places financières internationales, des efforts ont été déployés par les autorités marocaines dans le but de préparer le passage vers un régime de change flexible, notamment la mise en place d'un cadre réglementaire susceptible d'éviter les écueils de ce passage et de réussir la transition. Néanmoins une transition de ce genre nécessite à ce qu'un certain nombre de conditions requises soient validées notamment, une libre mobilité des capitaux et de la main d'œuvre, un taux stable d'ouverture de l'économie et une efficience du commerce extérieur.

Alors, il est judicieux de jeter la lumière sur la réforme du marché des changes entreprise par les autorités monétaires marocaines afin d'en tirer les enseignements nécessaires en la matière.

CHAPITRE 2. LA REFORME DU MARCHÉ DES CHANGES MAROCAIN :

Lorsque la convertibilité du dirham pour les opérations courantes a été introduite en septembre 1993, tous les opérateurs économiques, et principalement les banques, s'attendaient à l'imminence de l'ouverture du marché des changes. Or, l'institut d'émission, garant de la stabilité de la monnaie nationale, a agit avec prudence, en prenant le temps nécessaire pour étudier les différents scénarios en fonction des degrés de libéralisation et d'en évaluer les répercussions sur l'économie et les réserves de change. La possibilité d'ouverture totale était donc éliminée, compte tenu du risque de fragilisation de l'économie pouvant résulter de l'éventualité d'une érosion monétaire et de réserves de change ; Bank Al-Maghreb a préféré opter pour la continuité de contrôle de la cotation des principales devises par rapport au dirham, se basant sur son système de panier de devises et de coefficient de pondération, tout en laissant aux banques une certain marge de manœuvre.

Les grands traits de la réforme du marché des changes furent portés à la connaissance des banques vers la fin de l'année 1995 ; Bank AL-Maghrib ayant demandé à celles-ci de se préparer à l'ouverture dès le début de 1996. Après des reports, finalement la date de lancement du nouveau marché des changes fut exigée officiellement le 2 mai mais avec démarrage effectif le 03 juin 1996.

L'instauration d'un marché des changes au Maroc en 1996 constitue incontestablement une des principales manifestations concrètes de l'intégration de l'économie marocaine dans le circuit de la mondialisation et de la globalisation financière.

Les banques ne se limitaient plus à jouer un rôle de « boîte à lettre » entre leurs clients et la Banque Centrale pour acheter ou céder des devises sur la base d'un taux de change administré et indifférencié. Aujourd'hui, les banques marocaines sont dotées de leurs salles des marchés, habilitées à effectuer des opérations d'achat et de vente de devises dont les taux de change sont librement négociables entre les parties.

Grâce à ce nouveau marché, les exportateurs et les importateurs marocains peuvent non seulement négocier des taux de change préférentiels, mais aussi se couvrir contre le risque de change.

Nous tenterons de mettre en relief la spécificité et la portée du marché des changes au Maroc. Pour cette fin, on va essayer de jeter, dans un premier temps un aperçu sur le cadre légal et institutionnel relatif à ce marché, puis dans un deuxième temps on va évoquer l'organisation et le fonctionnement de celui-ci.

SECTION 1: VERS UNE LIBERALISATION DU MARCHÉ DES CHANGES MAROCAIN :

La création d'un marché des changes interbancaire au Maroc est le couronnement d'un long processus de déréglementation et de libéralisation, entamé par les pouvoirs publics depuis le début des années 80 dans le cadre de la mise en œuvre des programmes d'ajustement structurel.

Encadré et contrôlé par Bank Al-Maghrib, ce marché donne la possibilité aux banques de conserver et de gérer des positions de change pour traiter aussi bien entre elles qu'avec la clientèle, les opérations de change au comptant, à terme, de swap et de dépôt en devises.

Conçu initialement pour fonctionner en interne dans un cercle fermé interbancaire marocain, ce marché a été ouvert en janvier 1997 au marché international des capitaux en permettant aux banques d'effectuer des opérations de change devise contre devise auprès de leurs correspondants étrangers.

L'objectif étant de permettre aux banquiers marocains d'améliorer sensiblement les conditions d'exécution des ordres en devises de leur clientèle, développer les techniques de couverture à terme et promouvoir l'émergence d'un marché monétaire interne en devises par des opérations de prêts et d'emprunts interbancaires en monnaies étrangères.

§1. L'évolution de la réglementation du marché des changes Marocain :

Depuis le début des années 80, le Maroc ne cesse de s'ouvrir sur l'extérieur, de moderniser et de libéraliser son économie et d'assimiler les exigences du nouvel environnement économique

international caractérisé par la mondialisation, en mettant en place progressivement les conditions nécessaires pour l'intégrer.

Dans ce sens, le Maroc a entrepris une série de réformes. Ainsi, on a utilisé des mesures d'incitation visant en premier lieu la promotion des exportations marocaines.

Les autorités monétaires marocaines ont fait un grand pas vers la libéralisation des changes. Elles essayent de mettre en place un marché local de devises.

C'est dans ce cadre que le Maroc s'est mis au diapason des pays les plus avancés sur le plan du marché de changes en devises. La libéralisation du marché des changes et la suppression du monopole de Bank-Al-Maghrib (B.A.M.) en matière de cotation des devises est un événement important qui mérite que l'on s'y arrête en vue d'identifier et tirer les enseignements majeurs.

Ainsi, pour analyser cette évolution, on va la synthétiser en trois phases, Le marché de change avant 1996, Les étapes préparatoires à l'institution du marché des changes et Le marché des changes marocain après la réforme de juin 1996 :

1- Le marché de change marocain avant la réforme de 1996:

Avant l'entrée en vigueur de la réforme du marché de changes marocain en 1996, celui-ci se limitait à un marché interbancaire fermé, sur lequel sont obligatoirement et exclusivement traités les ordres d'achat et de vente émanant de la clientèle tant résidente que non-résidente, au titre des règlements de toute transaction avec l'extérieur et libellées en devises négociées par B.A.M. Autrement dit, les banques n'étaient pas autorisées à s'adresser aux marchés de changes étrangers. L'intervention sur ces marchés n'est permise que pour se procurer ou céder des devises en relation avec les règlements autorisés et les devises non négociées par B.A.M. En conséquence, la réglementation des changes obligeait tous les opérateurs y compris les banques à céder les devises qu'ils détiennent à la B.A.M.

La formation des cours passe par une étape déterminante au niveau de B.A.M. qui va sur la base des dernières cotations enregistrées sur les marchés internationaux, arrêter l'évaluation du panier définissant le dirham; panier qui va servir au calcul des principaux cours des devises traitées. Il est à noter que la composition et les taux de pondération des devises faisant partie du panier étaient tenus secrets. Néanmoins, on savait que ce panier a été constitué par les monnaies de nos principaux partenaires commerciaux, ainsi, que par les monnaies les plus utilisées dans nos règlements avec l'étranger.

a. La gestion centralisée des devises par Bank Al Maghrib :

Avant juin 1996, la gestion de l'ensemble des transactions en devises était un monopole de Bank Al-Maghrib. Tous les ordres d'achat et de vente des devises émanant des intermédiaires agrées devaient impérativement transiter par le canal de la Banque Centrale. La totalité des recettes d'exportation de biens et services ainsi que tous les autres produits, revenus ou moyens de paiements internationaux avait un caractère obligatoirement cessible auprès de l'Institut d'Emission ; à l'exception toutefois de quelques cas limités, liés à la gestion des comptes en devises.

Sur un plan plus pratique, les banques agrées étaient tenues d'acheter ou de vendre leurs soldes de devises à Bank Al-Maghrib sur une base quotidienne et dans le cadre d'une procédure complexe.

b. Cotation des dates de valeurs:

C'est la Banque Centrale qui déterminait quotidiennement les cours officiels des devises. Elle communiquait au système bancaire les taux acheteurs et vendeurs des devises par rapport au dirham pour les transferts et paiements. En outre, elle publiait hebdomadairement les taux de change pour les opérations du change manuel, billets de banque et chèques de voyage.

La date de valeur des opérations entre les banques et Bank Al-Maghrib était calculée sur la base de J + 3. Le jour de l'initiation de l'opération, ni les banques agrées ni les clients ne connaissaient le taux de change applicable à leur transaction, car ce taux n'était publié par Bank Al-Maghrib que le lendemain (soit J + 1).

c. Fixation du cours de change au comptant et à terme :

i - Fixation du cours de change au comptant :

Les intermédiaires agréés déterminent les taux de changes applicables aux opérations en devises à l’intérieur des fourchettes indiquées par Bank Al Maghrib à un instant donné. Le marché étant en continu (de 8h30 à 15h30), Bank Al Maghrib peut changer plusieurs fois ses cours acheteurs et vendeurs au cours d’une même journée.

Les taux de change fournis par Bank Al Maghrib sont exprimés à « l’incertain » c’est à dire qu’ils font ressortir les montants en dirhams par rapport aux unités des devises cotées.

ii- Fixation du cours de change à terme :

Les cours de change à terme sont essentiellement fonction du différentiel de taux d’intérêt entre la monnaie nationale sur le marché monétaire national et la devise étrangère sur le marché des changes. Le cours à terme est égal au cours spot plus ou moins le différentiel de taux d’intérêt entre les taux respectifs de la devise et du dirham (auquel la banque aura prêté ou emprunté), calculé en fonction de la durée de couverture à terme convenu entre le client et sa banque partenaire. Si le taux d’intérêt de la monnaie de base (une devise) est inférieur à celui de la monnaie secondaire (dirham par exemple), il y a report de la monnaie de base par rapport à la monnaie secondaire. Dans le cas contraire, il y a déport de la monnaie de base par rapport à la monnaie secondaire. Si les taux sont égaux, le cours à terme est égal au cours au comptant (on parle alors de cours au pair).

2. Les étapes préparatoires à l'institution du marché des changes

« D'importantes mesures libérales ont été graduellement adoptées par les autorités monétaires pour préparer les opérateurs à s'acclimater à un embryon du marché des changes. Parmi ces mesures, nous avons retenu les plus fondamentales » [1]:

- Proclamation de la convertibilité du dirham pour les opérations courantes avec l'extension de la délégation bancaire, plus particulièrement en matière d'investissement étranger et d'assistance technique ;
- Réforme du système bancaire et financier, avec la suppression de l'encadrement du crédit, la libéralisation des taux d'intérêt et la promotion d'un marché monétaire reflétant la réalité des prix : composante essentielle du fonctionnement du marché des changes.
- Instauration d'un système de couverture de change à terme par la Banque Centrale ;
- Ouverture des comptes en dirhams convertibles et en devises auprès des banques marocaines par les exportateurs de biens et services et les ressortissants marocains à l'étranger dans des limites fixées par la réglementation des changes[1] ;

---

[1] Berrkia Rajaa : « Analyse fondamentale du marché des changes Marocain », Master en finance d'entreprise, HEM Rabat, 2007. p 60

- Mobilisation en devises des créances nées permettant une compensation entre le produit de vente d'une exportation et le règlement d'une importation de matières premières ;
- Libéralisation des emprunts extérieurs avec la suppression de l'autorisation préalable des autorités monétaires ;

3 - Le marché des changes marocain après la réforme de juin 1996 :

Un dispositif juridique émanant des établissements de tutelle (Ministère des Finances, Office des Changes, Bank-Al-Maghrib) a été mis en place ; il édicte les nouvelles règles du marché des changes, applicables aux divers opérateurs.

Le fait de ne plus recourir à l'autorisation préalable de Bank Al-Maghrib, va permettre aux entreprises de mieux gérer leur trésorerie et leurs transactions avec l'étranger avec plus de souplesse et de rapidité.

Pour les banques, le marché des changes confère la possibilité de :

- Céder et d'acquérir des devises entre elles tout en cotant au fur et à mesure les opérations de vente et d'achat pendant toute la durée d'ouverture du marché ;
- Réaliser des opérations de « cross » (échange de devises contre devises) aussi bien avec les banques marocaines, Bank Al Maghrib qu'avec les banques étrangères;
- Fournir, conséquemment une cotation instantanée aux opérateurs notamment aux investisseurs étrangers ;
- Réaliser des gains non négligeables entre les cours d'achat et les cours de vente pratiqués ;
- Spéculer sur les positions de change autorisées ;
- Accomplir des opérations plus diversifiées que par le passé notamment la couverture à terme.

§2. Le nouveau cadre légal et institutionnel du marché des changes Marocains

C'est la circulaire 1633 de l'Office des Changes qui énonce les dispositions relatives à l'institution du marché des changes. Datée du 1 avril 1996, Il définit notamment les règles

[1] Circulaire n ° 1728 relative aux intermédiaires agréés en matière de change, en 17 décembre 2009.

relatives à l'organisation et au fonctionnement de ce marché et précise les nouvelles procédures de gestion des avoirs en devises.

Et par la suite d'autres circulaires de Bank Al Maghrib sont venues apporter des précisions quant aux modalités d'application de la circulaire de l'Office des Changes mais aussi de l'arrêté du Ministère des Finances relatif aux positions de change des établissements bancaires. Ajoutés à cela les circulaires relatives aux normes déontologique et éthique que doivent respecter l'ensemble des intervenants sur le marché des changes.

1. Particularités du marché des changes

Le marché de change assure désormais la libre convertibilité des opérations courantes pour les résidents, alors que la réglementation des changes marocains va plus loin pour les opérations des non-résidents ainsi que pour les ressortissants marocains à l’étranger et les étrangers résidant au Maroc[1] :

a- Les résidents :

Ils peuvent exécuter librement les règlements relatifs aux opérations courantes, notamment des importations. Ils peuvent également contracter des prêts à l’extérieur mais sont tenus de rapatrier le produit de leurs services et ventes à l’étranger. Ces transactions sont opérées par l’achat ou la cession des devises auprès des banques nationales. Notons que les exportateurs peuvent loger 20% de leurs rapatriements en comptes en devises auprès des banques.

Les résidents ne sont cependant pas autorisés à transférer des capitaux à l’étranger (qu’il s’agisse d’investissements à l’extérieur, de financements ou de simples placements) de même qu’ils ne peuvent prêter ni des dirhams ni des devises à des non-résidents.

b - Les non- résidents :

Les non- résidents bénéficient non seulement de la convertibilité totale au titre des opérations courantes mais également de celles englobant les opérations de capital, avec liberté d’investir et de transférer les revenus des apports réalisés ainsi d’ailleurs que le re-transfert du capital lui- même et de ses plus-values.

Ces opérations sont effectuées par l’achat ou la vente des devises auprès des banques ou encore en mouvementant des comptes en dirhams convertibles ou des comptes en devises.

[1] Instruction 03 de l’office de changes.

Les non- résidents ne peuvent cependant accéder à des prêts en dirhams sauf dérogation de l'office des changes.

c - Les étrangers résidents au Maroc et les R.M.E

Ces opérateurs économiques jouissent à la fois des avantages liés à la qualité de Résidents (particulièrement le libre accès à des avoirs ou des crédits en dirhams) et des avantages attachés à la qualité de non-résidents (en particulier la possibilité de financer des investissements au Maroc en devises et l'obtention, en contrepartie, de la liberté de transfert des revenus ou de re-transfert du capital et de la plus-value)

2. Le cadre réglementaire du marché des changes Marocain:

Désormais les banques sont habilitées à s'échanger mutuellement les devises sans être obligées de passer par la Banque Centrale, le traitement des opérations pour lesquelles ces devises sont achetées ou vendues doivent cependant être exécutées conformément à la réglementation des changes en vigueur. Ainsi, « les résidents demeurent tenus de rapatrier au Maroc, dans les délais réglementaires, le produit des exportations de biens et services ainsi que tous les autres produits, revenus ou moyens de paiement ayant le caractère obligatoirement cessible ». [1]

De même, les intermédiaires agrées continueront à transmettre régulièrement à l'Office des Changes les comptes rendus habituels concernant les opérations d'achat et de vente de devises effectuées sur le marché des changes pour le compte de la clientèle et ce, conformément aux conditions prévues par l'Instruction 05 relative à l'établissement de la balance des paiements.

a) La nature des opérations :

Les intermédiaires agréés sont autorisés à effectuer sur le marché des changes les opérations en devises au comptant, à terme et de trésorerie et ce, pour leur propre compte ou pour le compte de la clientèle. Aucune restriction n'est imposée quant au choix des devises traitées par les intermédiaires agréés entre eux et avec la clientèle[2].

---

[1] La circulaire 1633 de l'Office des Changes du 1er avril 1996, précise que: « *Les intermédiaires agrées sont autorisés à effectuer entre eux et avec la clientèle des opérations d'achat et de vente de devises et à constituer des positions de change dans les conditions fixées par les autorités monétaires*.»

[2] *D'après La circulaire de Bank Al Maghrib N°61 DAI 96 du 1er avril* 1996*,*

Les excédents et besoins en devises des banques peuvent être négociés auprès d'autres intermédiaires agréés à des taux de change déterminés d'un commun accord entre les parties, ils peuvent également être traités avec Bank Al Maghrib**.**

Conçu initialement uniquement aux transactions entre les banques locales, le marché des changes marocain a été étendu en janvier 1997 aux banques étrangères pour les opérations d'achat et de vente de devise contre devise au comptant (cross), à l'exclusion, toutefois, des monnaies des pays membres de l'Union du Maghreb Arabe (UMA).

Comme le stipule Bank Al Maghrib les taux de change applicables à ces opérations sont négociés librement entre les parties.[1]

SECTION 2. ETAT DES LIEUX DU MARCHE DES CHANGES MAROCAIN : UNE APPROCHE COMPARATIVE

§1. Le Régime de change des pays concurrents :

Les pays de la région MENA ont souvent adopté une politique de change alignée sur le dollar US. Compte tenu de la dépréciation du dollar face au dirham depuis 2001, la monnaie nationale s’est résolument appréciée contre la majorité des devises de la zone surtout par rapport à celles de nos concurrents directs, notamment la Tunisie et la Turquie. Sachant que les politiques de change adoptées en Turquie et en Tunisie sont différentes. La livre Turque, qui était auparavant un étalon fixe, a basculé vers un régime flottant depuis début 2001 suite à une situation de crise. Cela a entraîné une série de dépréciations qui lui ont fait perdre 30% de sa valeur. Alors que la Tunisie a choisi plutôt une politique de change mixte de parité glissante (Crawling peg). Elle se base d’une part sur un panier de devises constitué majoritairement de l’euro et du dollar. De l’autre, sur le niveau d’inflation du pays, ainsi que l’offre et la demande sur le dinar tunisien. Cette politique s’est traduite sur le terrain par une appréciation face au dollar de 11,7% et une dépréciation face à l’euro de 27%. L’Egypte par contre avait choisi d’opérer le passage au régime flottant sans étapes intermédiaires ; la livre égyptienne, qui était auparavant un étalon $, a basculé vers un régime flottant depuis 2000. Cela a entraîné une série de dépréciations qui lui ont fait perdre 45% de sa valeur en quatre ans. Ce n'est qu'à partir de 2005 qu'une stabilité de change s'est fait ressentir.

[1] La Circulaire de Bank Al-Maghrib N°473/DAI/97 du 27/01/1997,

Tableau 2: Le Marché des changes Marocain par rapport aux pays concurrents :

Marché	Monnaie	Régime de change	Maturité des produits	liquidité	Produits disponibles
Maroc	Dirham MAD	Panier de devises	1 an	suffisante	Le Marché au comptant, à terme, Swap, Dépôts, Les Options.
Algérie	Dinar DZD	Flottant administré[1]	1 an	Illiquide	Le Marché au comptant et à terme.
Tunisie	Dinar TND	Parité glissante (ou crawling peg)[2]	2 ans	suffisante	Le Marché au comptant, à terme, Swap, Dépôts
Égypte	Livre EGP	Flottant administré centré sur le dollar	6 mois	Illiquide	Le Marché au comptant, à terme, Les NDFs[3]
Turquie	Livre TRY	Flottant	5 ans	liquide	Le Marché au comptant, à terme, Swap, Dépôts, Les Options plein Vanilla ; Produits Islamiques

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des rapports d'activité des banques centrales des pays concernés.

Au Maroc après avoir franchi cette 1ère étape de réformes, se retrouve à la croisée des chemins entre son régime de change actuel (Fixed/Basket peg) et la convertibilité totale de sa monnaie. Nous avons pu assister depuis le lancement du marché des changes en 1996 à une amélioration sensible du savoir-faire des différents opérateurs de ce marché. Il est incontestable que ces derniers ont gagné en maturité et que le marché est beaucoup plus efficient, plus liquide, plus sophistiqué qu'en 1996. En témoigne l'introduction de plusieurs instruments de couverture tels que les swaps, les options accompagnées aussi d'un effort de diffusion des statistiques macroéconomiques avec une fréquence idoine. Il reste néanmoins plusieurs chantiers à finaliser. Le plus urgent est celui de la mise à niveau de la culture de gestion des risques financiers et notamment celui de change. Cette mise à niveau concerne aussi bien les intermédiaires agréés que tout autre opérateur (entreprise, investisseur, etc…). Le régime actuel s'applique parfaitement aux petites économies ouvertes, mais

[1] Les taux de change sont flottants, mais des interventions ponctuelles et/ou coordonnées des banques centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable. Il s'agit d'un flottement impur.

[2] Le taux de change est en principe fixe, mais la parité de référence est modifiée régulièrement selon des paramètres prédéterminés (crawling peg au sens propre) ou de manière plus discrétionnaire (adjustable peg) afin de compenser partiellement au moins les écarts d'inflation avec le pays d'ancrage.

[3] NDFs ou Non Deliverable Forwards sont des opérations de change à terme pour lesquelles la livraison en devise n'a pas lieu. À la date d'expiration du contrat, l'on compare le prix auquel le contrat a été fait avec le prix d'un fixing qui avait été préalablement établi. Les NDFs sont généralement utilisés pour les devises difficilement traitables directement sur le marché spot.

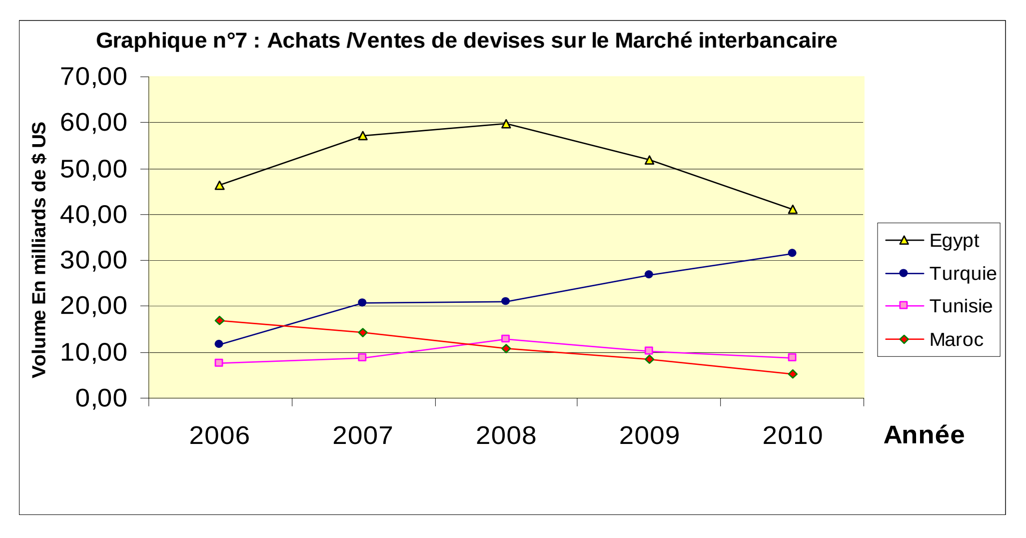
éloignées des influences extérieures. Dans un contexte pareil, les fluctuations de change ne sont pas une préoccupation majeure. Mais le chemin de réformes est encore long. Il passe d'abord par le développement du marché obligataire et celui des couvertures de change.

§2. Comparaison des volumes des transactions :

1. Le marché au comptant :

Pour voir le degré de maturité du marché de change marocain et l'accès des opérateurs marocains a celui-ci on va dresser une approche comparative de celui-ci avec des pays Concurrents notamment l'Algérie, la Tunisie, l'Egypte et la Turquie.

En commence par le compartiment interbancaire, on comparant le volume des transactions dans les différents pays:



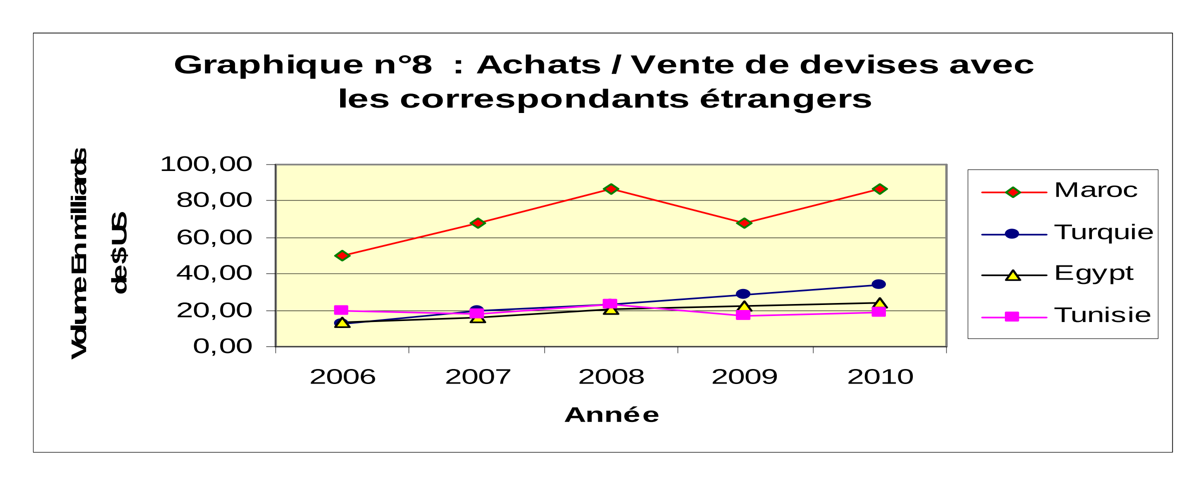
Source: Graphique élaboré par nos soins à partir des données des banques centrales des pays concernés.

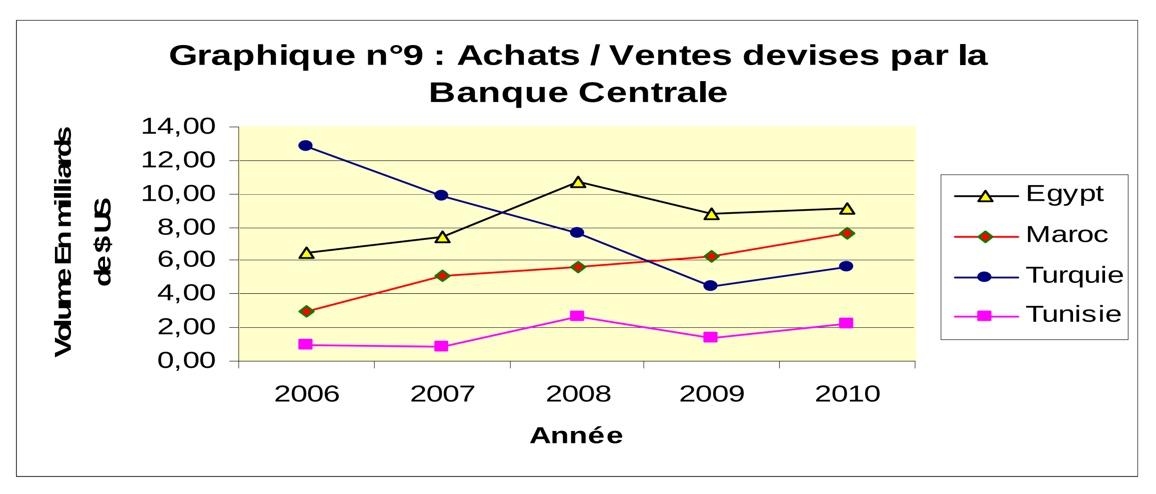
On constate clairement que le marché de change interbancaire marocain qui ne dépasse pas les 16 Milliard dollar US annuellement reste médiocre par apport aux marchés des pays concurrents, cela est dû au faible recours des opérateurs marocains à celui-ci pour des causes déjà cités.

En ce qui concerne les transactions avec ''les correspondants étrangers''[1], le Maroc est en première position largement en dessus grâce aux transferts des marocains résidents à

[1] Les correspondants étrangers : Toute banque ou organisme financier étranger procédant à des opérations de banque, les succursales et filiales des banques marocaines établies à l'étrangers ou dans les places financières offshore ainsi que les organismes de transfert de fonds et les fonds d'investissements étrangers.

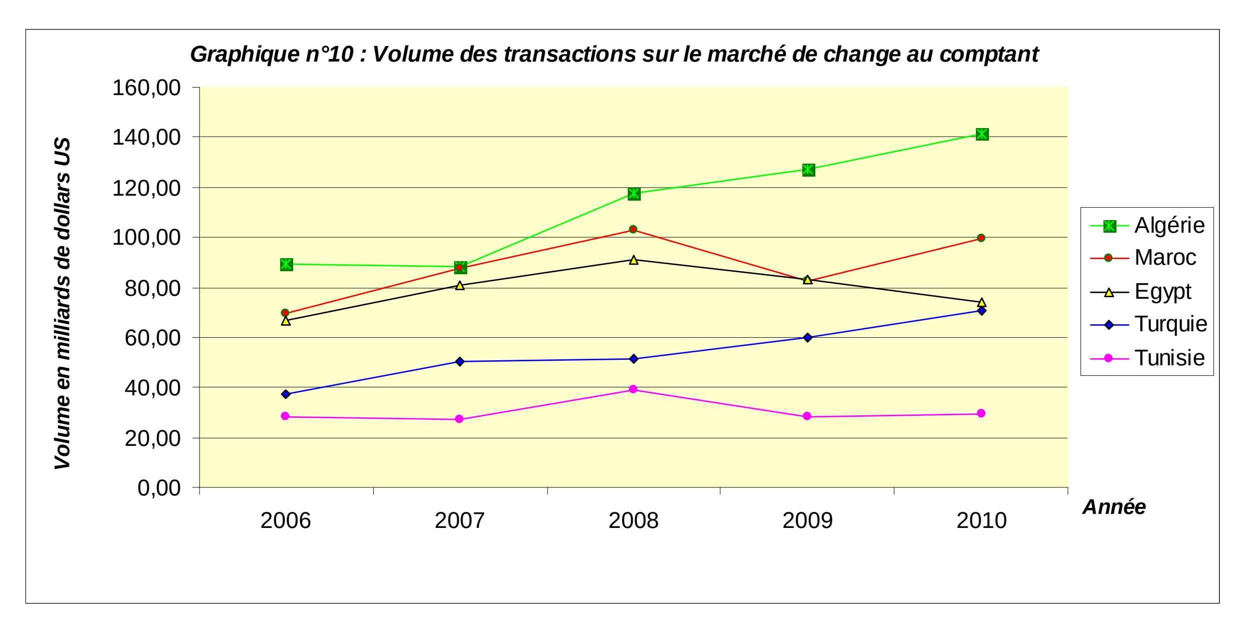
l’étranger mais aussi grâce aux fortes implantations des banques marocaines dans les pays africains et européens ces dernières années.





Source: Graphique élaboré par nos soins à partir des données des banques centrales des pays concernés

On constate une intervention de Bank al-Maghrib sur le marché de change qui a triplée au court des cinq dernières années afin de maintenir la parité de la monnaie nationale, cela est dû d’une part à la volatilité croissante du marché de change, d’autres part à l’ouverture prononcée du marché de change marocain. Mais il y a lieu de constater que ces interventions sont principalement des ventes de devises aux banques ce qui s’explique par une certaine stabilité du dirham.



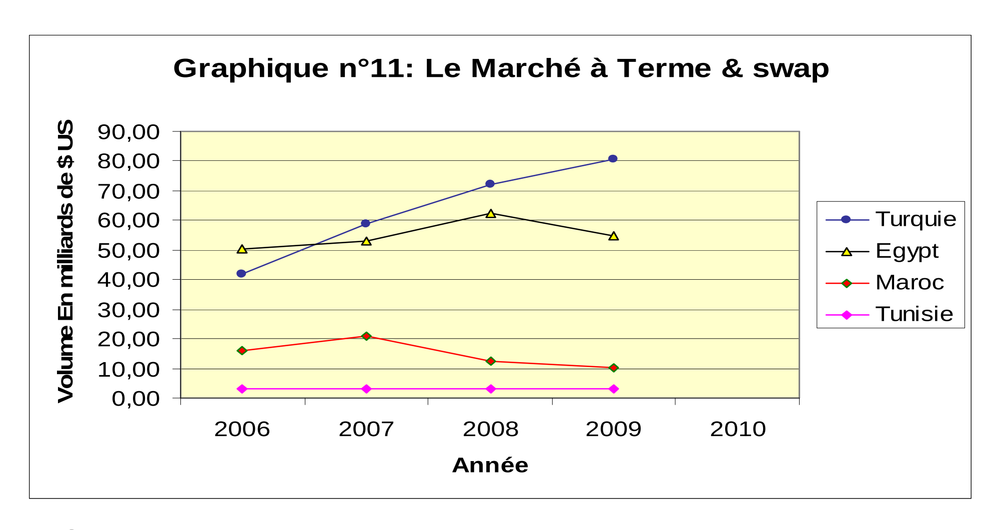
Source : Graphique élaboré à par nos soins partir des données des banques centrales des pays concernés

Parmi les cinq pays le Maroc occupe le deuxième positon en ce qui concerne le change au comptant derrière l'Algérie, avec un volume ne dépassant pas les 100 Milliard de dollar US annuel devant l'Egypte, la Turquie et la Tunisie.

A noter que le marché interbancaire des changes Algérien a été mis en place par la Banque d'Algérie dès le début de 1996. Par ailleurs, sous l'angle de l'offre, la Banque d'Algérie est le principal intervenant sur le marché interbancaire des changes, à mesure qu'une très grande partie des recettes d'exportation des hydrocarbures alimente les réserves officielles de change gérées par la Banque d'Algérie.

2. Le marché à terme :

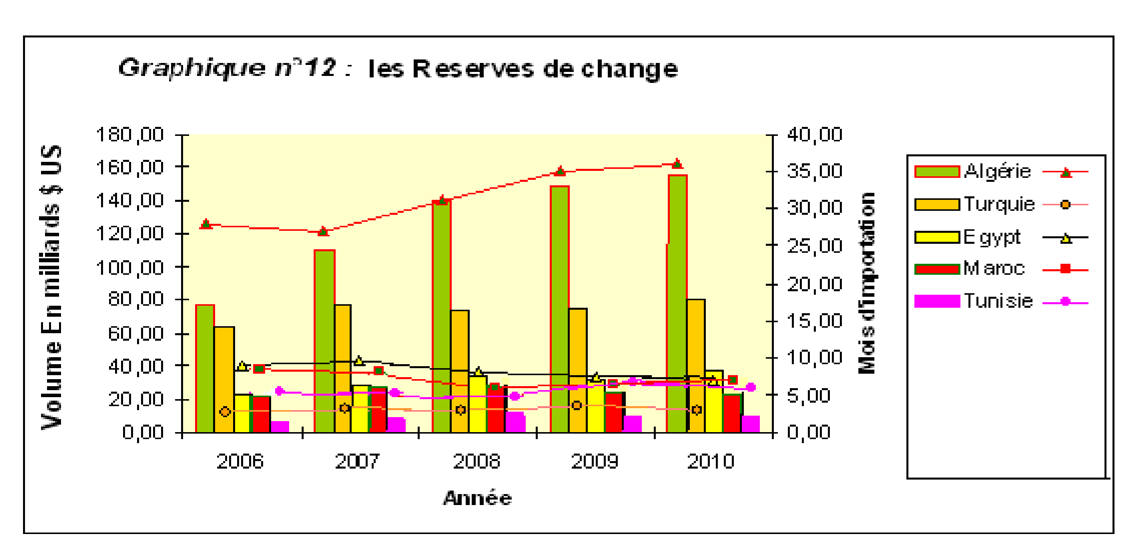
En ce qui concerne le marché à terme, (le Maroc comme d'autres pays continu de regrouper les statistiques sur le change à terme et les swaps de change dans une même rubrique) le volume traité au Maroc est constitué à hauteur de 80% par des achats à terme de devises de la clientèle des banques (couverture des importations) contre 20% des ventes à terme de devises de la clientèle des banques (couverture des exportations), mais l'utilisation de ces instruments reste faible par rapport aux pays comparables malgré les reformes entretenus.



Source : Graphique élaboré par nos soins à partir des données des banques centrales des pays concernés.

3. Les réserves de change :

Parmi les pays de notre échantillon, l'Algérie occupe la première position avec 150 milliards de dollars de réserves de change à fin 2010 l'équivalent de 36 mois d'importation, devant la Turquie dont les réserves de change sont de 80 milliards de dollars avec seulement 2 mois d'importation, l'Egypte arrive en troisième position de notre classement avec 32,78 milliards de dollars (6 mois d'importation). Le Maroc occupe la quatrième place avec seulement 22,9 milliards de dollars devant la Tunisie qui arrive en dernière position avec 9,5 milliards de dollars (6 mois d'importation).



Source: Graphique élaboré par nos soins à partir des données des banques centrales des pays concernés.

On constate à partir du graphique que le Maroc maintient stable ses réserves de change, au alentour de 23 Milliard de dollar US ce qui est respectable en terme de couverture, l'équivalent de six mois d'importation, mais qui reste faible en terme de volume.

Contrairement à la Turquie dont les réserves de change sont importantes en terme de volume (80 milliards de dollars) mais reste faible en terme de couverture seulement 2 mois d'importation).

Il importe de souligner dans ce cadre que ces statistiques de change publiées officiellement ne prennent pas en considération des volumes importants de capitaux transitant de maniée illicite entre pays.

Alors selon la *''Global Financial Integrity''*[1] d*ans son Rapport*[2] sur les flux financiers illégaux des pays en développement de 2000 à 2009 en termes réels, en Afrique**,** les sorties illégaux par manipulation des prix du commerce a augmenté plus rapidement (28,8 % par an) que partout ailleurs, en raison de la faiblesse et du suivi de l'application des régimes douaniers.

Tableau 3 : Les flux financiers illicites des pays en développement entre 2000 et 2009 :

Rang mondial	Pays	Flux illicite Annuel (En millions de dollars US)	Flux illicite sur la période 2000-2009 (En millions de dollars US)
19	Turquie	8.885	79.961
25	Egypte	6.357	57.209
47	Algérie	2.267	20.403
57	Maroc	1.479	13.314
61	Tunisie	1.164	9.311

Les pays de l'Afrique du nord notamment l'Egypte, la Tunisie, l'Algérie et le Maroc ont connu la plus grande expansion du phénomène, figurant dans les 6 premières positions africaines, cela est dû à la faiblesse du régime douanier et du contrôle de change. Le Maroc se positionne de loin après l'Egypte et l'Algérie mais juste devant la Tunisie.

GFI estime qu'en 2010 un ralentissement significatif des flux illicites en provenance des pays en développement par rapport à la période 2000-2009. Ce ralentissement prévu des flux financiers illicites est principalement attribuable à un déclin de la manipulation des prix résultant d'un ralentissement du commerce mondial dans le sillage de la crise financière mondiale.

[1] Global Financial Integrity (GFI) est une organisation internationale non-gouvernementale situé à Washington DC qui fait la promotion des politiques, des mesures de protection et des ententes nationales et multilatérales visant à freiner les mouvements transfrontaliers de capitaux illicites.

[2] Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2000-2009, Dev Kar and Karly Curcio - January 2011.

Les recherches montre que plus le régime de change est libre est plus important seront les mouvements illicites de capitaux. Le contrôle des changes est alors le seul moyen de préserver le régime de change, car il limite les mouvements d'achat et de vente de la devise. Il s'agit d'une restriction sur la convertibilité de la monnaie, qui apparaît ainsi comme un substitut à une restriction de l'offre de monnaie.

SECTION 3. Les perspectives du régime de change :

Le régime de change marocain fixe d'ancrage constitue une limite puisque toutes les contreparties passent par le dollar et l'euro.

En effet, l'avantage de la stabilité vaut tant que l'économie n'est pas affectée par un choc asymétrique, puisque la fixité du change empêche, par définition, d'amortir ce choc par l'ajustement du taux de change nominal.

Dans ces conditions, selon *Lahrèche-Revil*[1] un régime de change fixe ne serait désirable que si les pays considérés constituent une zone monétaire optimale (ZMO), c'est-à-dire si la flexibilité des prix et la mobilité des facteurs sont en mesure d'absorber les perturbations économiques sans qu'il soit nécessaire de recourir à un ajustement du taux de change nominal.

Généralement, un pays a le choix entre trois grandes familles de régimes de change (les régimes de change fixes, flottants et intermédiaires).

Les pays qui ont abandonné un régime de parité fixe de manière graduelle et ordonnée sont généralement passés par des régimes « change glissant » ou « bandes glissantes » avant d'adopter un régime de flottement géré. Cette progression est surtout dictée par des objectifs de désinflation car la majorité de ces pays avaient des taux d'inflation élevés.

Au Maroc, compte tenu du faible taux d'inflation, le passage à un système de « change glissant » ou de « bandes glissantes » à des fins de désinflation n'est pas nécessaire, donc le passage se fera directement d'un régime de parité fixe à celui de flottement géré et ultimement, à un régime de change flottant.

Plusieurs travaux ont montré que les crises de change les plus retentissantes des années 90 sont intervenues dans des contextes de régimes de change intermédiaires. Ceci est vrai pour les crises à l'intérieur du mécanisme de change européen de 1992-1993, au Mexique en 1994-1995, dans les pays d'Asie du sud-est en 1997, en Russie en 1998, au Brésil en 1999 et en Turquie en 2001. Ces épisodes avaient conduit le FMI à la fin des années 90 à préconiser

[1] *Amina Lahrèche-Revil*, **« Les régimes de change ».** Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999

l’abandon des régimes de change intermédiaires, jugés trop vulnérables, au profit de solutions dites de « coin » : changes flottants ou changes fixes. C’est ainsi que ces régimes ont gagné du terrain au détriment des régimes intermédiaires tout au long de la décennie 90.

Les pays émergents qui ont abandonné les régimes de change gérés pour une gestion discrétionnaire sous forme de flottement géré ou libre l’ont fait dans la plupart des cas, sous la pression du marché à la suite d’une attaque spéculative due à des politiques de gestion très rigides. Par ailleurs, même des pays qui n’ont pas fait l’objet d’attaques spéculatives, ont fini par abandonner ces régimes à la suite d’un afflux massif de capitaux. Aussi peut-on se demander si la flexibilité n’est pas finalement inévitable. Les régimes intermédiaires seraient alors une étape intermédiaire avant le passage inéluctable au flottement. Afin de s’opposer à la pression exercée par les entrées de capitaux, les autorités monétaires sont amenées à absorber ces flux en augmentant les réserves de change.

CONCLUSION :

La réforme du marché des changes depuis juin 1996, a permis au Maroc de franchir un nouveau pas vers l’ancrage de son économie à celle des pays avancés, permettant ainsi aux opérateurs du commerce extérieur de disposer d’outils financiers utiles à la compétition internationale. Bien que cette ouverture du marché des changes ne soit pas totale, la gestion des avoirs en devises ainsi que la cotation des achats et des ventes en devises, au comptant ou à terme, ont été déléguées aux banques agissant pour leur propre compte ou pour celui de leurs clients, particuliers ou entreprises traitant des opérations avec l’étranger.

Les techniques utilisées au niveau de ce marché ont connu une amélioration remarquable aussi bien en terme quantitatif que qualitatif, notamment celles relatives à la couverture du risque de change.

En effet, l’introduction des instruments de couverture de risque des changes au Maroc constitue une évolution financière non négligeable surtout avec l’accroissement des activités de changes avec l’extérieur.

La réglementation des changes a accompagné les objectifs stratégiques des opérateurs économiques en termes de gestion du risque de change de leurs flux libellés en devises. En effet, beaucoup d’aménagement et assouplissements ont été introduits par les autorités monétaires marocaines à ce titre.Cependant, comparativement aux pays concurrents, l’utilisation de ces techniques par les banques marocaines reste encore timide, non seulement du fait de leur complexité, de l’absence d’un dispositif technique adéquat et parfaitement opérationnel mais également du fait du manque de ressources humaines compétentes dans le domaine.

CONCLUSION GENERALE

Au Maroc, l'intérêt du marché de change se pose avec beaucoup d'acuité surtout au lendemain de la mise en place de la convertibilité totale du dirham pour les opérations courantes et partielle pour les opérations en capital, l'adhésion du Maroc aux accords du GATT et l'adoption, en 1993 des dispositions de l'article 8 du FMI. Cet état de fait, a poussé les pouvoirs publics à entreprendre une série de réformes profondes du marché des capitaux en particulier le marché des changes, institué depuis 1996. L'objectif assigné à ce dernier est d'accompagner l'intensification des échanges commerciaux des entreprises marocaines avec le reste du monde.

C'est ainsi que le marché des changes marocain a été consolidé par la mise en place de produits permettant la couverture contre le risque de change comparables à ceux pratiqués dans les places financières internationales. Bien que leurs mise en place demeure restreinte aux grands opérateurs, ils permettent aux entreprises et agents économiques marocains de gérer de façon efficace les risques qu'ils encourent. Cette nouvelle conception a été confortée par la volonté des autorités monétaires à assurer un système financier viable capable d'accompagner la nouvelle organisation mondiale et instaurer un climat favorable basé sur le principe de confiance des opérateurs internationaux.

Des efforts importantes ont été déployés pour instaurer un cadre réglementaire convenable caractérisé par l'adoption des mesures d'assouplissement, et de libéralisation progressive des opérations de contrôle des changes notamment en faveur des exportateurs marocains, investisseurs étrangers et nationaux désirant s'ouvrir sur le marché financier international. Aussi, des instruments de couverture contre le risque de change ont été mis en place avec des durées librement négociables.

A signaler enfin, que le Maroc est en phase d'instaurer une politique de change transitoire vers un régime basé sur la flexibilité du taux de change. Il est donc intéressant de mettre en évidence les interrogations actuelles sur l'avenir du marché de change marocain et de savoir comment les acteurs économiques procéderont après le changement. Au centre de cette question se trouve naturellement le problème de l'efficacité de la manipulation du taux de change qui ne dépend pas seulement des différentiels d'inflation et d'intérêt mais aussi d'autres facteurs tels que le niveau de développement atteint par le secteur industriel ou encore la spécialisation de l'insertion internationale. Et que toute manipulation du taux de change agit sur la compétitivité du pays à l'échelle internationale et le problème est de savoir si cette manipulation est de nature à favoriser la mutation structurelle désirée.

Annexe1: EVOLUTION DE L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ DES CHANGES AU MAROC

<table>
<tr><th>Moyenne annuelle (En millions de dirhams)</th><th>2000</th><th>2001</th><th>2002</th><th>2003</th><th>2004</th><th>2005</th><th>2006</th><th>2007</th><th>2008</th><th>2009</th><th>2010</th></tr>
<tr><td>Opérations au comptant</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Achats/ventes interbancaires contre MAD</td><td>1641</td><td>1500</td><td>1200</td><td>5200</td><td>9900</td><td>11500</td><td>12.316,5</td><td>9.679,9</td><td>6.916,5</td><td>5.672,1</td><td>3.936,8</td></tr>
<tr><td>Achats/Ventes devises contre devises avec les correspondants étrangers</td><td>11900</td><td>10100</td><td>9600</td><td>16000</td><td>18400</td><td>18200</td><td>36.452,5</td><td>46.518,6</td><td>55.857,5</td><td>45.721,1</td><td>109.999,7</td></tr>
<tr><td>Placements en devises à l'étranger</td><td>--</td><td>--</td><td>--</td><td>5400</td><td>6400</td><td>--</td><td>13.403,0</td><td>20.000,4</td><td>8.941,5</td><td>6.269,6</td><td>-</td></tr>
<tr><td>Achats de devises par BAM aux banques</td><td>--</td><td>--</td><td>--</td><td>--</td><td>185,8</td><td>394,2</td><td>10,40</td><td>0,0</td><td>0,0</td><td>2,8</td><td>-</td></tr>
<tr><td>Vente de devises par BAM aux banques</td><td>976</td><td>255</td><td>594</td><td>816</td><td>816</td><td>1800</td><td>2.133,0</td><td>3.510,3</td><td>3.639,4</td><td>4.208,2</td><td>2.072</td></tr>
<tr><td>Opérations à terme</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Achats à terme de devises de la clientèle des banques (couverture des importations)</td><td>3200</td><td>5400</td><td>6500</td><td rowspan="2">8300*</td><td rowspan="2">8300*</td><td rowspan="2">8600*[1]</td><td>13.429,7</td><td>16.380,2</td><td>8.546,0</td><td>6.734,8</td><td>-</td></tr>
<tr><td>Vente à terme de devises de la clientèle des banques (couverture des exportations)</td><td>1500</td><td>1700</td><td>1400</td><td>693,80</td><td>697,2</td><td>948,9</td><td>1.440,5</td><td>-</td></tr>
</table>

Source : Rapports d'activités de Bank Al-Maghrib.

[1] Pour les années 2003, 2004, 2005 les grandes parts du volume des opérations à terme de devises étaient sous forme d'achats à terme.

Annexe2 : **EVOLUTION DE L'ACTIVITÉ DU MARCHÉ DES CHANGES DES PAYS CONCURRENTS :**

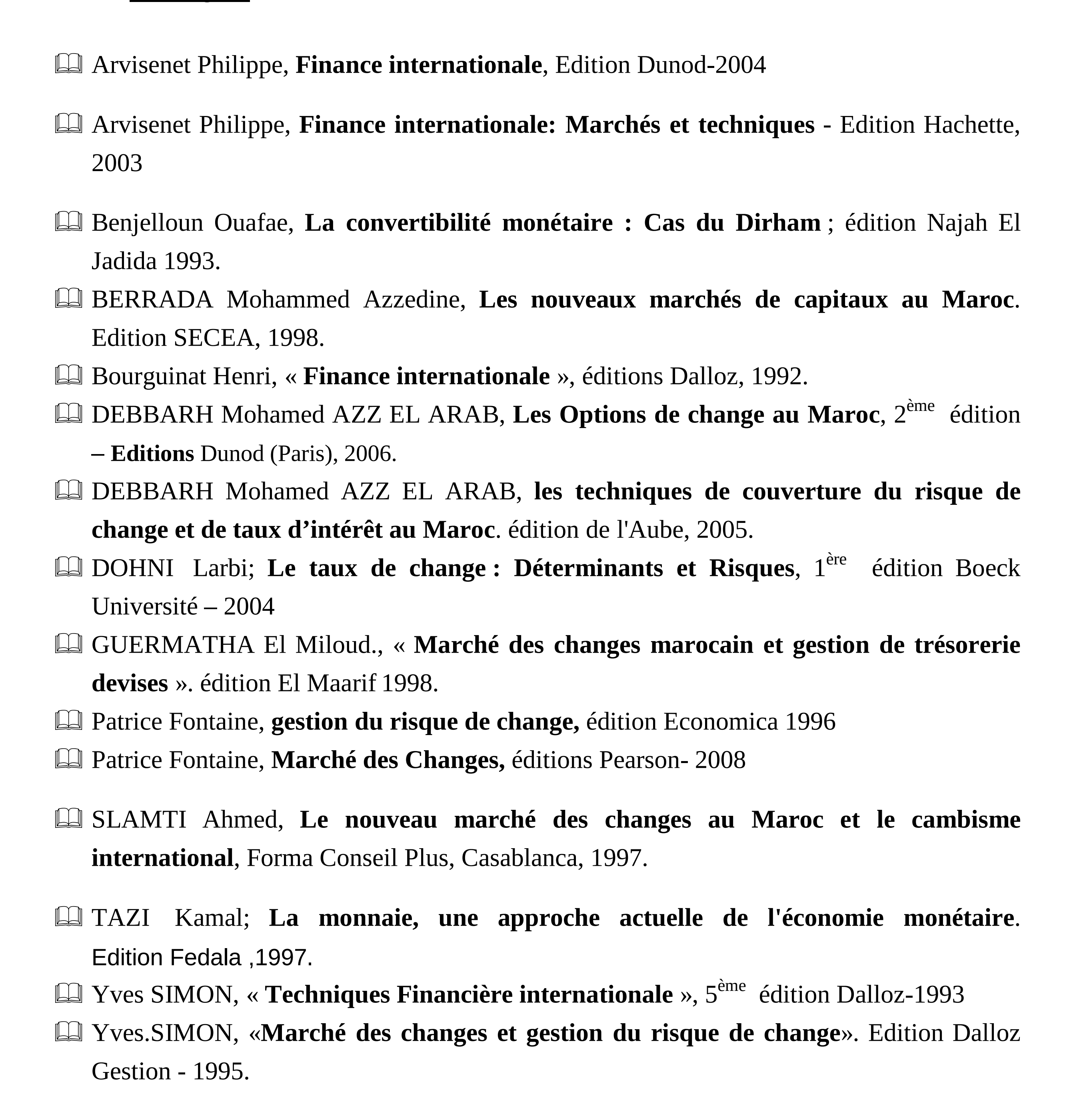
Opérations sur le marché de changes (En millions $ US)						
Compartiment	**Pays**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Marché interbancaire contre monnaie locale	Tunisie	7 551,47	8 703,59	12 974,25	10 282,57	8 882,95
	Maroc	16 802,81	14 178,37	10 725,97	8 421,27	5 382,86
	Egypte	46 500,00	57 150,00	59 800,00	51 800,00	41 121,94
	Turquie	11 807,00	20 689,00	20 863,00	26 842,33	31 370,33
Achats/Ventes devises contre devises avec les correspondants étrangers	Tunisie	19 972,63	17 552,66	23 302,96	16 797,85	18 463,02
	Maroc	49 730,40	68 136,86	86 622,73	67 881,37	86 327,53
	Egypte	13 681,27	16 330,17	20 474,64	22 737,08	24 069,93
	Turquie	12 945,00	19 450,00	23 043,00	28 577,33	33 626,33
Achats/Vente de devises Avec Banque Centrale	Tunisie	906,51	868,17	2 630,10	1 411,43	2 265,09
	Maroc	2 924,14	5 141,62	5 643,91	6 252,00	7 611,89
	Egypte	6 517,59	7 432,50	10 750,60	8 793,90	9 142,91
	Turquie	12 842,00	9 906,00	7 684,00	4 408,00	5 600,00
Total : marché au comptant	Tunisie	28 430,60	27 124,41	38 907,31	28 491,86	29 611,06
	Maroc	69 457,35	87 456,85	102 992,62	82 554,65	99 322,28
	Egypte	66 698,87	80 912,67	91 025,25	83 330,98	74 334,78
	Turquie	37 594,00	50 045,00	51 590,00	59 827,67	70 596,67
	Algérie	89 100,00	88 140,00	117 750,00	126 980,00	141 305,00
Le marché à terme & Swaps	Tunisie	2 964,47	3 082,16	3 190,24	3 312,72	-
	Maroc	16 056,68	20 844,72	12 270,42	10 114,78	-
	Egypte	50 255,00	53 000,00	62 300,00	55 000,00	-
	Turquie	41 993,00	58 654,00	72 073,00	80 450,00	-

Les Réserves de Change (En millions $ US)						
Pays	**scalaire**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Tunisie	Volume	6 625,18	7 578,41	9 537,65	10 338,46	9 446,61
	Mois d'importation	5,40	5,00	4,40	6,70	6,00
Maroc	Volume	22 726,17	26 661,89	26 997,62	23 843,28	22 921,55
	Mois d'importation	8,50	8,00	6,00	6,50	7,00
Egypte	Volume	23 000,00	28 600,00	34 600,00	31 300,00	37 100,00
	Mois d'importation	9,00	9,50	8,00	7,50	7,00
Turquie	Volume	63 000,00	76 200,00	74 000,00	74 900,00	80 400,00
	Mois d'importation	3,00	3,00	3,00	3,50	3,00
Algérie	Volume	77 781,00	110 180,00	140 000,00	148 000,00	155 000,00
	Mois d'importation	28,00	27,00	31,00	35,00	36,00

Source : Rapports des banques centrales des pays concernés.

Références Bibliographiques :

- **Ouvrages :**



- Arvisenet Philippe, **Finance internationale**, Edition Dunod-2004
- Arvisenet Philippe, **Finance internationale: Marchés et techniques** - Edition Hachette, 2003
- Benjelloun Ouafae, **La convertibilité monétaire : Cas du Dirham** ; édition Najah El Jadida 1993.
- BERRADA Mohammed Azzedine, **Les nouveaux marchés de capitaux au Maroc**. Edition SECEA, 1998.
- Bourguinat Henri, « **Finance internationale** », éditions Dalloz, 1992.
- DEBBARH Mohamed AZZ EL ARAB, **Les Options de change au Maroc**, 2ème édition **– Editions** Dunod (Paris), 2006.
- DEBBARH Mohamed AZZ EL ARAB, **les techniques de couverture du risque de change et de taux d'intérêt au Maroc**. édition de l'Aube, 2005.
- DOHNI Larbi; **Le taux de change : Déterminants et Risques**, 1ère édition Boeck Université – 2004
- GUERMATHA El Miloud., « **Marché des changes marocain et gestion de trésorerie devises** ». édition El Maarif 1998.
- Patrice Fontaine, **gestion du risque de change,** édition Economica 1996
- Patrice Fontaine, **Marché des Changes,** éditions Pearson- 2008
- SLAMTI Ahmed, **Le nouveau marché des changes au Maroc et le cambisme international**, Forma Conseil Plus, Casablanca, 1997.
- TAZI Kamal; **La monnaie, une approche actuelle de l'économie monétaire**. Edition Fedala ,1997.
- Yves SIMON, « **Techniques Financière internationale** », 5ème édition Dalloz-1993
- Yves.SIMON, «**Marché des changes et gestion du risque de change**». Edition Dalloz Gestion - 1995.

- **Thèses et mémoires**

- BEN SLIMAN Lilia : « Chocs de change, dynamique des prix et conduite de la politique monétaire dans le cadre de l'Accord d'Agadir ». Thèse de Doctorat. Université paris I, Panthéon – Sorbonne, juin 2008.
- Berrkia Rajaa : « Analyse fondamentale du marché des changes Marocain », Master en finance d'entreprise, HEM Rabat, 2007.

- BOUSALAM Issam et BOUSALAM Imad, «Le risque de change, Sa gestion, et ses méthodes de couverture », Faculté des Science Juridiques, Économiques, et Sociales - Université Mohammed Ier Oujda 2010.
- Samir CIRBAU, « la gestion du risque de change au Maroc », DESA en gestion bancaire, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales Rabat- Agdal- 2003.

- **Articles de Revue:**

- BOUOIYOUR Jamal, Velayoudom MARIMOUTOU et Serge REY: « Le Taux de change réel d'équilibre et politique de change au Maroc : une approche non paramétrique » ; Économie internationale -2004/1 - n° 97 | pages 81 à 104. Université de Pau et des Pays de l'Adour & CATT - 2004.
- El BOUHADI Abdelhamid, Abdelkader ELKHIDER, El Mustapha KCHIRID et Idriss EL ABBASSI Marrakech : « Les déterminants du taux de change au Maroc : une étude empirique entre 1975 et 2006 », Revue de l'OFCE n° 93, la Faculté de Droit de Marrakech, Université Cadi Ayyad - 2006.
- Karim Al Aynaoui, *directeur des études et des relations internationales à Bank Al Maghrib,*: « Fluctuations de l'euro et du dollar, le Maroc en tire profit », Journal «La Vie éco» du 09-03-2009.
- Aïssa El Maniani, secrétaire général de l'Office des Changes : « Convertibilité du dirham, a quand le grand saut? » Journal La vie Eco Édition N° 1781 du 02/06/2004.

- **Rapports:**

  - Rapport annuel d'activité de Bank Al-Maghreb.
  - Les Rapports annuels d'activité des banques centrales d'Algérie, de Tunisie, d'Egypte et de la Turquie.
  - Rapport triennal de la banque des règlements internationaux, Avril 2010.
  - Rapport annuel de la "Global Financial Integrity'' (GFI): Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2000-2009, Dev Kar and Karly Curcio - January 2011.

WEBOGRAPHIE :

- http://www.oc.gov.ma/
- http://www.bkam.ma/
- http://www.jdf.com/
- http://www.imf.org/external/index.htm
- http://iff-update.gfip.org/
- http://www.bank-of-algeria.dz/marcheint1.htm
- http://www.bct.gov.tn/bct/siteprod/francais/index1.jsp
- http://www.cbe.org.eg/
- http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/

Table des matières :